



**KÜRESEL FON AKIMLARININ GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERE VE
TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİSİ**
(Türkiye'ye Yönelik Sermaye Akımlarına İlişkin Ampirik Çalışma)

Başuzman Oğuz ALTUN
İstatistikçi Oya CAN MUTAN

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	1
TABLolar.....	2
GRAFİKLER	2
I. GİRİŞ	4
II. FİNANSAL SİSTEMİN GLOBAL İKLİMİ.....	6
II.1. Finansal Sistemin Yapısı	6
II.2. Küresel Bağlantılar ve Finansal Krizle İlişkisi.....	7
II.3. Gelişmekte Olan Ekonomilere Yönelik Sermaye Akımları	9
III. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNDE EĞİLİM VE YAKLAŞIMLAR	13
III.1. Sermaye Akımları, Döviz Piyasalarına Müdahale ve Kur	13
III.2. Aktarım Kanalları.....	19
III.3. Finansal İstikrar ve Uluslararası Standartlar	21
III.4. Bulaşma ve Sürü Etkisi	22
IV. SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ	24
IV.1. Türkiye Ekonomisinin Makro Ekonomik Yapısı ve Aktarım Kanalları.....	24
IV.2. Verimlilik ve İstihdam	26
IV.3. Sermaye Hareketleri.....	29
IV.3.1. Dış Ticaretteki Gelişmeler ve Dış Ticaretin Kompozisyonu	30
IV.3.2. Dış Finansman Yapısı ve İhtiyacı	35
IV.3.3. Sıcak Para.....	40
IV.3.4. Borçlanma	45
V. SERMAYE AKIMLARINA YÖNELİK AMPİRİK ÇALIŞMA.....	51
V.1. Veri.....	51
V.2. Birim Kök Testleri.....	55
V.3. Uygun Modele Karar Verilmesi	56
V.4. İstatistikî Sonuçların Ekonomik Anlamda Değerlendirilmesi.....	59
VI. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	63
KAYNAKÇA	71

TABLolar

Tablo 1: Sermaye Akımları ve Makro Ekonomik Ortamda Değişim (1992-2006)	9
Tablo 2: Türkiye'nin Enerji İhtiyacı ve Tüketimi.....	33
Tablo 3: Türkiye'nin Enerji İthalatı.....	34
Tablo 4: İMKB'de İşlem Gören Reel Sektör Şirketlerinin Yabancı Para Pozisyonları	38
Tablo 5: Toplam Borç Stoku Ve Milli Gelir İçindeki Payı (Milyon \$; %).....	46
Tablo 6: Özel Kesim Borç Stoku Ve Milli Gelir İçindeki Payı (Milyon \$; %)	48
Tablo 7: Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri	54
Tablo 8: ADF Test Sonuçları	56
Tablo 9: Model Sonuçları.....	57
Tablo 10: Değerlerin Betimleyici İstatistik ve Jarque-Bera Normallik Test Sonuçları	58
Tablo 11: Breusch-Godfrey LM Testi Sonuçları	59
Tablo 12: ARCH Testi Sonuçları	59

GRAFİKLER

Grafik 1: Küresel Finansal Stoklar (1980-2005).....	6
Grafik 2: Finansal Varlıkların Kesimler Arasındaki Dağılımı (2005).....	7
Grafik 3: Gelişmekte Olan Ülkeler ile Türkiye'nin Reel Efektif Döviz Kuru Gelişimi (1992-2006).....	11
Grafik 4: Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Yatırımları ve Reel Faiz Oranı (1992-2006).....	12
Grafik 5: Türkiye'nin Portföy Yatırımları ve Reel Faiz Oranı (1992-2006)	12
Grafik 6: Gelişmekte Olan Ülkelere Özel Sermaye Akımları (Milyar \$).....	14
Grafik 7: Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Tahvil Endeksi.....	14
Grafik 8: ABD'li Yatırımcıların Yabancı Varlıklara Talebi (Milyar \$)	16
Grafik 9: Türkiye'ye Yönelen Fon Akımlarının Etkileri	25
Grafik 10: İmalat Sanayinde Çalışan ve Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksindeki Gelişmeler (1988-2006; Üçer Aylık)	27
Grafik 11: Kamu Kesimi ve Özel Kesim İmalat Sanayinde Çalışan ve Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksindeki Gelişmeler (1988-2006; Üçer Aylık)	28
Grafik 12: Cari ve Dış Ticaret Dengeleri ile Sermaye Hareketleri	29

Grafik 13: TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (1984-2006)	29
Grafik 14: Oransal Olarak Dış Ticaret ve Cari Açık (%).....	30
Grafik 15: Ticaret Kompozisyonu ve Dengesi (1984-2006 Milyon \$).....	30
Grafik 16: İthalat Kompozisyonu (1996-2006; %)	31
Grafik 17: Büyüme ile Enerji Hariç Ara Malı İthalatı Arasındaki İlişki (Milyon \$).....	32
Grafik 18: İmalat Sanayi Üretimi, Enerji Hariç Ara Malı İthalatı ve Reel Efektif Döviz Kuru Arasındaki İlişki	32
Grafik 19: Ham Petrol Fiyatları (1920-2006)	33
Grafik 20: Enerji İthalatının Türkiye'ye Maliyeti	34
Grafik 21: Cari işlemler Dengesi ve Finansman İhtiyacı (1984-2006 Milyon \$).....	35
Grafik 22: Finansman Gereği ve Net Sermaye Girişi (1984-2006 Milyon \$)	35
Grafik 23: Doğrudan Yatırımlar (2002-2006 Milyon \$).....	36
Grafik 24: Sermaye Girişleri (1984-2006 Milyon \$)	37
Grafik 25: Yabancıların Portföy Yatırımları (1984-2006 Milyon \$).....	38
Grafik 26: Yabancıların Portföy Yatırımları (2002-2006 Milyon \$).....	39
Grafik 27: Sıcak Para (1984-2006 Milyon \$).....	42
Grafik 28: Yerli ve Yabancı Kaynaklı Sıcak Para (1984-2006 Milyon \$).....	43
Grafik 29: Net Sermaye Girişleri ve Sıcak Para (1984-2006 Milyon \$).....	44
Grafik 30: Bankacılık Dışı Özel Kesimin Uzun Vadeli Yurtdışı Borçlanması ve Özel Kesim Uzun Vadeli Borçlanma Dahil Toplam Sıcak Para(1984-2006 Milyon \$).....	45
Grafik 31: Borç Stokunun Kompozisyonu (1996-2006; GSMH %).....	47
Grafik 32: Dış Borç Stokunun Kompozisyonu (1996-2006; GSMH %)	47
Grafik 33: Finansal Kurumların ve Finansal Olmayan Özel Kesimin Dış Borç Stoku Kompozisyonu (1996-2006; GSMH %)	49
Grafik 34: Finansal Olmayan Özel Sektörün Dış Borç Stoku ve Kompozisyonu (1996-2006)	50
Grafik 35: sh_gsmh Zaman Serisi	Grafik 36: $d(sh_gsmh)$ Zaman Serisi.....
Grafik 37: bd_gsmh Zaman Serisi	Grafik 38: $d(bd_gsmh)$ Zaman Serisi.....
Grafik 39: db_br Zaman Serisi	Grafik 40: $d(db_br)$ Zaman Serisi.....
Grafik 41: enf Zaman Serisi	Grafik 42: $d(enf)$ Zaman Serisi.....
Grafik 43: $r-r^*$ Zaman Serisi	Grafik 44: $d(r-r^*)$ Zaman Serisi.....
Grafik 45: $redk$ Zaman Serisi	Grafik 46: $d(redk)$ Zaman Serisi

I. GİRİŞ

Teknolojik gelişmelerin finansal serbestleşme çabaları ile birleştiği bir çağda finansal stoklar artarken aynı zamanda hızla çeşitlenmektedir. Finansal piyasalar çeşitlendikçe aynı zamanda karmaşıklaşmaktadır. Yeni finansal araç, ürün ve hizmetler sınır ötesi ticaretin artışı ile birlikte ekonomilerin makro ekonomik dengelerini önemli ölçüde etkilemekte ve geleneksel kontrol araçlarının etkinliği azaltmaktadır.

Son yıllardaki faiz oranlarındaki gerileme dünya ekonomisindeki kesintisiz büyüme sürecini desteklerken uluslararası fon akımlarının hacmini ve yönünü etkilemektedir. Gelişmiş ülkelerin sunduğu düşük faiz oranları neticesinde oluşan likidite bolluğu, uluslararası fonların yüksek getiri arayışlarını dolayısıyla risk iştahları artırmaktadır. Risk algılamasındaki değişim fonların yüksek getiri (= yüksek risk) sunan bölge ve ülkelere yönelmesine neden olmaktadır.

Sınır ötesi sermaye akımlarının artan bir hızda yüksek getiri vadeden gelişmekte olan ekonomilere yönelmesi, bu ülkelerin büyümelerini desteklemekte ve makro ekonomik dengelerini iyileştirmektedir. Ancak makro ekonomik dengelerini oturmamış, yapısal sorunlarının üstesinden gelememiş ülkelerin sermaye hesapları önündeki engellerin kaldırılması bu ülkelerin uluslararası piyasalardaki gelişmelere yönelik hassasiyetlerini artırmaktadır. Özellikle ani çekilen uluslararası fonların bu ülkelerdeki kırılganlığı artırdığı ampirik çalışmalarla desteklenmektedir.

Dış açık veren ve üstelik esnek kur uygulayan gelişmekte olan ülkelerde dış şokların ekonomik kesimler üzerinde ciddi sonuçları olabilmektedir. Yaşanan şoklara etkisi finansal sistemden reel sektöre ve nihayetinde hane halkına kadar yayılmaktadır. Gelişmekte olan ülke firmalarında sıklıkla karşılaşılan durum yükümlülüklerinde dolarizasyonla birlikte zayıf kurumsal yapıdır. Bu firmalar ani kur yükselmeleri karşısında savunmasız kalmakta ve mali tabloları bozulmakta neticede iflaslar gözlenmektedir.

Sermaye giriş ve çıkışının serbest olduğu bir ekonomide sermaye piyasaları makro ekonomik istikrarın yan bir unsuru olmaktan çıkarak temel unsuru haline gelmektedir. Bu açıdan sermaye hesaplarının serbestleştirmeyle finansal liberalizasyon sürecini önemli ölçüde tamamlamış olan Türkiye'nin uluslararası finansal piyasalarda yaşanan gelişmelere duyarlılığı artmıştır. Dolayısıyla para ve sermaye piyasası aktarım kanallarının tespit edilmesi, finansal krize ilişkin çeşitli öngörü tekniklerinden faydalanılması, uluslararası finansal sistemin karşılıklı

etkileşimi ve fonların mobilitesi ve yönünün tespit edilmesi sermaye piyasalarında karar alıcılara erken müdahale ve yapısal düzenlemeler konularında katkı sağlayacaktır.

Bu çalışma altı bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünü takiben ikinci bölümde finansal sistemin global iklimi yer almaktadır. Bu bölümde küresel finansal sisteminin büyüklükleri, işleyiş yapısı, küresel bağlantıları anlatılmaktadır. Yine bu bölümde küresel fon akımları ile finansal kriz ilişkisi ve gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımlarından bahsedilmektedir.

Üçüncü bölümde literatürle ilişkilendirilerek uluslararası sermaye akım kanallarına ve işleyiş mekanizmasına değinilmektedir. Burada sermaye akımları, döviz piyasaların müdahale ve kurun etkileri tartışılmakta, finansal aktarım kanalları açıklanmaktadır. Bu bölümde finansal istikrarın unsurları yanında krizlerin bulaşma ve sürü etkisi anlatılmaktadır. Ayrıca gelişmiş ülke fon sahiplerinin davranışları ve eğilimleri ve finansal entegrasyonun sonuçlarından bahsedilmektedir.

Dördüncü bölümde sermaye akımlarının Türkiye Ekonomisine etkileri analitik bakış açısı ile incelenmektedir. Bu bölümde Türkiye Ekonomisinin makro ekonomik yapısı ve finansal aktarım kanalları anlatılmaktadır. Bölüm içinde son yıllarda sıkça büyümenin en önemli kaynaklarından biri olarak gösterilen verimlilik istihdam ilişkisi irdelenmektedir. Dördüncü bölümde Türkiye'nin yönelik sermaye akımlarının ana bileşenleri, eğilimleri yanında finansman yapısı, dış borçlar analitik olarak açıklanmaktadır. Bölüm kapsamında cari dengeyi en çok etkileyen dış ticaretin yapısı, sorunları irdelenmektedir.

Beşinci bölümde ise Türkiye'ye yönelik olarak oluşturulan model ve bu modelin istatistiksel sonuçları tartışılmaktadır.

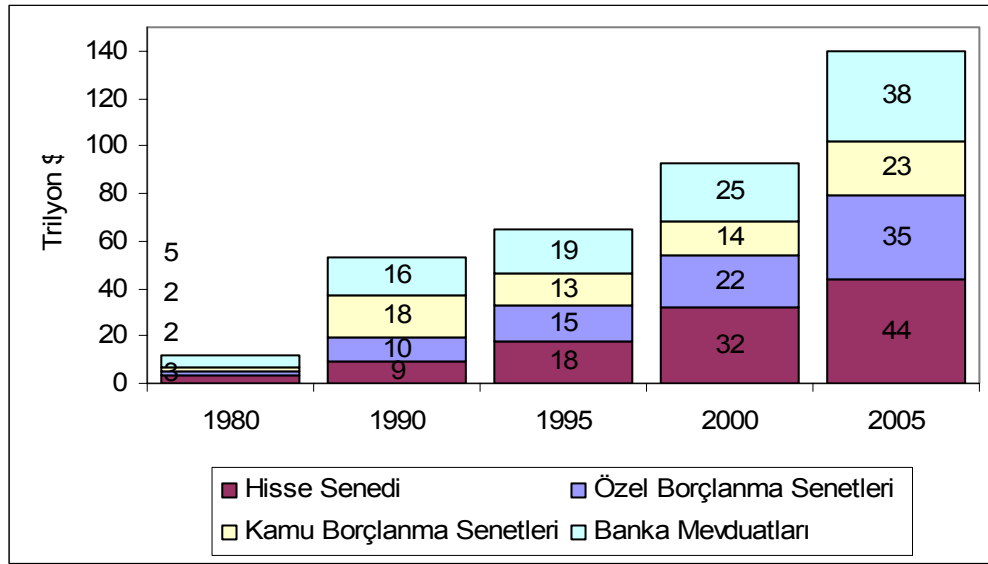
Altıncı bölümde ise raporun teorik ve analitik sonuçları açıklanmakta, sermaye akımlarına yönelik oluşturulan modelin çıktıları gerek literatür gerekse Türkiye pratiğinde değerlendirilmektedir.

II. FİNANSAL SİSTEMİN GLOBAL İKLİMİ

II.1. Finansal Sistemin Yapısı

Finansal piyasalar artan bir hızda derinleşmekte, derinleşirken reel ekonomi ile finansal piyasalar arasındaki makas giderek açılmaktadır. 1980'lerde 12 trilyon dolarlık finansal stoka karşılık Dünya Ekonomilerininin 10.1 trilyon dolar toplam milli geliri (GSYİH) bulunurken; 2005 yılında 1980'e göre dünya milli geliri 4 kat artarak, 44.5 trilyon dolara yükselmiş, finansal stoklar ise aynı dönemde 11 kat artarak 140 trilyon dolara ulaşmıştır. Bir başka anlatımla finansal derinlik¹ % 109'dan % 316'ya ulaşmıştır.

Grafik 1: Küresel Finansal Stoklar (1980-2005)



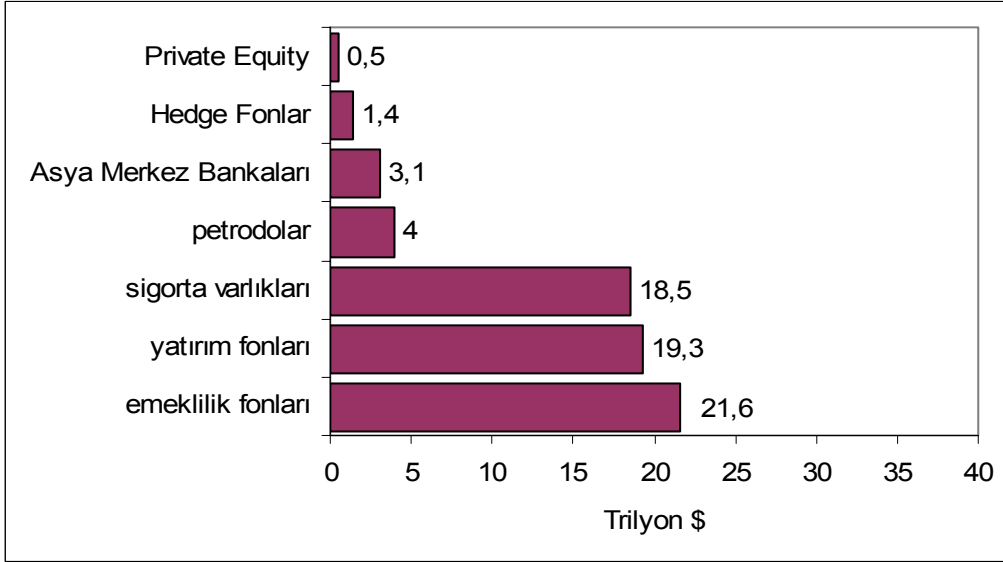
Kaynak: McKinsey Global Enstitü Küresel Stok Veri Seti

2005 yılı itibariyle 140 trilyon dolarlık toplam finansal stokun 50 trilyon doları ABD'de, 30 trilyon doları AB'de, 20 trilyon doları Japonya'da, 8 trilyon doları İngiltere, 5 trilyon doları Çin'de bulunmaktadır.

Finansal stoklar yükselirken sınır ötesi sermaye akımlarının da arttığı gözlenmektedir. Sınır ötesi sermaye akımları 1980'lerdeki 1 trilyon dolar seviyesinden 2005 yılında 6.2 trilyon dolara ulaşmıştır. Özellikle sınır ötesi sermaye akımlarının hızı 1990'ların başından itibaren hızlanmıştır. Sınır ötesi sermaye akımlarının önemli bölümü ABD, İngiltere, AB ve Japonya arasında gerçekleşmektedir. Ancak son yıllarda gelişmekte olan ekonomiler de sınır ötesi sermaye akımlarından pay almaya başlamışlardır. 2005 yılı itibariyle dünyadaki sınır ötesi sermaye akımlarının % 8'i gelişmekte olan ekonomilere yönelmiştir (518 milyar dolar).

¹ Finansal Derinlik= Finansal Stok/GSYİH

Grafik 2: Finansal Varlıkların Kesimler Arasındaki Dağılımı (2005)



Kaynak: McKinsey Global Enstitü Küresel Stok Veri Seti

Finansal varlıkların sahiplik oranlarına bakıldığında fon ve sigorta şirketlerinin 59 milyar dolarlık varlık stoku ile önemli miktarda finansal varlığa sahip oldukları görülmektedir (toplam finansal varlıkların % 42'si). Kurumsal yatırımcılar olarak adlandırılan bu grup sahip oldukları finansal stok miktarı ile küresel finansal piyasaların en önemli aktörleri konumunda bulunmaktadır. Özel fonlar (private equity), hedge fonlar, petrol fiyatlarının artışıyla beraber büyük fonlara sahip olan Körfez ülkeleri ile Asya Merkez Bankaları ise son yıllarda finansal piyasaları derinden etkileyen oyuncular haline gelmişlerdir.

II.2. Küresel Bağlantılar ve Finansal Krizle İlişkisi

Ekonomilerin ve toplumların entegrasyonu anlamında sermaye, hizmetler, mallar, insanlar, fikirlerin artan bir serbestlik ortamında dolaşması olarak tanımlanan küreselleşme olgusu evrensel değişimde temel bir güç haline gelmiştir. Ancak küreselleşmenin potansiyel etkilerinin ve aktarım kanallarının iyi irdelenmesi gerekmektedir.

Ampirik çalışmalar ABD-Kanada-İngiltere arasında finansal bağların çok sıkı olduğunu, G7 ülkelerinde de bu üç ülke kadar olmasa da güçlü bağların olduğunu göstermektedir. G7 ülkelerinin ekonomik döngüleriyle (business cycle) karşılıklı etkileşimlerinin özellikle 1990'lı yıllarla birlikte giderek kuvvetlendiği ve zaman içinde istikrarlı bir sürece dönüştüğü görülmektedir. Aynı zamanda G7 ülkelerinde üretim dalgalanmaları zaman içinde azalmaktadır.

G7 ülkelerinin aksine gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin etkisi ile üretimde dalgalanmalar 1990'larda artma eğiliminde olmuştur. Ticaret ve sermaye akımları kanalı ile gelişen ve gelişmekte olan ülkelerde küreselleşme artmaktadır. Ancak finansal piyasalardaki entegrasyon, ticaret alanındaki entegrasyonun çok önünde gitmektedir. Finansal piyasalarda artan olağan üstü entegrasyon ekonomilerde zaman zaman önemli şişmelere (buble) neden olabilmektedir.

Ekonomik döngülerin geçişkenliğinde temel olarak iki kanal rol oynamaktadır: Ticaret kanalı ve finansal kanal. Ticaret kanalı yabancı talep şokları, üretim şokları ve ticaret yapısındaki değişimlerden etkilenirken; finansal kanallar özel sermaye akımları, mali yardımlar ve küresel finansal piyasa koşullarından etkilenmektedir.

Yabancı talep şokları önemli oranda ABD ekonomisindeki gelişmelerden kaynaklanmaktadır. ABD ekonomisinde yaşanan gelişmeler başlıca Kanada, Latin Amerika ekonomilerini, Doğu Asya ekonomilerini etkilemektedir. Kuzey ülkeleri yani gelişmiş ülkelerde bir resesyon yaşanması durumunda, gelişmekte olan yani güney ülkelerde ithal mal talebi azalmaktadır. G7 ülkelerinin büyüme oranlarındaki % 1'lik bir artış gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarında % 0.78'lik bir artış yaratmaktadır (Hernandez, 2001).

Çoğu güney ülkeleri teknoloji transferi anlamında gelişmiş ülkelere bağımlıdır. Gelişmiş G7 ülkelerinin sıkı ticaret bağları, gelişmekte olan ekonomilerden teknoloji ithalatında düşüşlere neden olabilmektedir.

G7 ülkelerinin ekonomik döngülerinin etkisi ile mal fiyatlarındaki değişimler özellikle Afrika ülkeleri üzerinde olumsuz etkilerde bulunabilmektedir. Herhangi bir nedenle ticaretin yavaşlaması durumunda ekonomik büyüme ve ticari krediler düşmekte ve sonuçta gelişmekte olan ekonomilerin bankalarında batık krediler çığ gibi büyümektedir. Artan batık krediler ise gelişmekte olan ekonomilerin finansal sistemlerinde ciddi baskılar oluşturmaktadır.

Ancak ABD ekonomisinde yaşanan resesyon ticarete gerilemeye neden olsa da finansal fon akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesiyle bu ülkelerin fon olanaklarının artması anlamında güney ülkeleri kazançlı olabilmektedir.

Değişken faiz oranları ile LIBOR üzerinden borçlanma ihtiyacındaki gelişmekte olan ülkeler, faiz oranlarının yükselmesiyle bir yandan artan faiz maliyetleri ile karşılaşmakta (dolayısıyla borç krizi riskleri artmakta) diğer yandan yükselen faiz oranları yüzünden uluslararası sermayenin güvenli liman olarak gördüğü gelişmiş ekonomilere yönelmesiyle fon akımlarındaki azalmadan menfi etkilenmektedirler.

ABD'nin çifte açıklarının sorumluluğu dolara sabitlenen kur rejimi uygulayan ülkelere yüklenmektedir. Bu ne kadar gerçekçidir? Sorumlu tutulan ülkelerin başında Çin gelmektedir. Ancak Çin para birimi yuan'ın değerlendirildiği 1999-2000 yıllarında dahi Çin ihracatını artırabilmiştir. Dolayısıyla mevcut şartlarda Çin yuanının değerini dolara karşı artırsa da rekabet gücünden çok fazla şey kaybetmeyecektir. Çin dış ticaretindeki gelişmelerin ardında kur etkisi dışında faktörler aranmalıdır. Ancak Çin'in para birimini daha esnek hale getirmesi dış şoklara karşı esnekliğini artırması anlamında faydalı olabilecektir.

Gelişmekte olan ülkeler içinde Çin, Hindistan ve Afrika ülkeleri global finansal krizlerden etkilenmemektedir. Bunun nedeni Çin'in yüksek cari fazla vermesi ile Hindistan ve çoğu Afrika ülkesinin cari işlemler hesabında açık vermelerine rağmen, bu açıklarının hiçbir dönemde Asya ülkelerinde gözlendiği düzeye erişmemesi ile açıklanabilir.

II.3. Gelişmekte Olan Ekonomilere Yönelik Sermaye Akımları

Gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımlarının yönünü ve hacmini iki önemli gelişmenin etkilediği söylenebilir: *1) Uluslararası Finansal Kurumların Çıpa Etkisi:* 1990'lara kadar gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı finansal krizler, uluslararası yatırımcıları bu ülkelere yatırım yapmaktan alıkoyan en büyük etkendi.

Tablo 1: Sermaye Akımları ve Makro Ekonomik Ortamda Değişim (1992-2006)

	1992-1996		1997-2001		2002-2006	
	Gelişmekte Olan Ülkeler	Türkiye	Gelişmekte Olan Ülkeler	Türkiye	Gelişmekte Olan Ülkeler	Türkiye
GSYİH % değişim	3,9	4,6	3,7	1,2	6,1	7,2
Tüketici Fiyatları % değişim	318,8	84,4	10,2	67,1	5,5	15,4
Reel Mevduat Faiz Oranı	-5,1	-3,8	4,5	3,6	0,9	13,9
Reel Efektif Döviz Kuru (2000=100)	110,3	107,6	102,2	125,6	103,8	148,1
Cari İşlemler Dengesi/GSMH	-1,7	-1,0	0,0	-0,7	2,3	-4,7
T.Dış Borçlar/Rezervler	463,2%	487,9%	319,0%	505,9%	154,1%	406,9%
Cari İşlemler Dengesi	-76.208	-1.910	-1.657	-1.685	202.041	-15.861
Sermaye Hareketleri	210.065	4.272	192.469	1.906	353.350	25.953
Doğrudan Yatırımlar	61.674	669	135.335	846	150.484	6.367
Portföy Yatırımları	32.828	1.659	14.949	-1.028	35.587	6.076
Krediler	115.563	2.601	42.185	3.616	167.279	14.303
Ticari Bankalar	61.842	478	-9.179	353	82.564	4.383
Bankacılık Dışı Kesim	53.721	2.122	51.364	3.263	84.715	9.920
Toplam Dış Borçlar	1.563.705	79.386	2.034.009	103.144	2.437.356	162.232
Resmi Akımlar (IMF kredisi vs)	29.715	58	25.244	2.766	-33.930	-1.413
Altın Hariç Rezervler "-" artış	-68.090	-2.901	-59.807	-2.091	-364.092	-10.050
Altın Hariç Rezervler	354.041	9.621	648.401	20.455	1.728.816	41.572

Kaynak: IIF, Dünya Bankası, TCMB, Hazine.

Gelişmekte olan ülkelerin borç krizi ile sonuçlanan finansal krizler yatırımcıların yatırdıkları fonların geri alınamayabileceği endişesini doğurmaktaydı. 1990'larda borç krizine giren ülkelerin birbiri arkasına uluslararası finansal kurumlarla (IMF, Dünya Bankası) anlaşmaya gitmeleri ve bu anlaşmalarla birlikte ilgili finansal kurumların reçetelerini uygulamayı taahhüt etmeleri gelişmekte olan ekonomilere yönelik bakış açısını değiştirmiştir. Özellikle IMF'nin fiyat istikrarının sağlanması, kamu harcamalarının disipline edilmesi (yani kamu harcamalarının milli gelir içinde payının düşürülmesi), ticaret hayatının ve uluslararası sermaye akımlarının önündeki engellerin kaldırılması (yani liberalizasyon) gibi finansal kreditorleri rahatlatıcı reçeteleri bu ülkelere yatırımın geri dönüşünü garanti edici nitelikte algılanmıştır. **2) Kurumsal Yatırımcıların Yatırım Prosedürlerinde Yumuşama:** Emeklilik fonlarının yatırım kurallarının değişmesi ve yatırım ilkelerinde yeni düzenlemelere gidilmesi, bu fonların 1990'lardan itibaren küresel finansal piyasalara yönelmesine neden olmuştur.

Asya krizi sonrası dönemde gelişmekte olan ekonomilerin² makro ekonomik koşullarını hızla iyileştirme eğiliminde oldukları gözlenmiştir. Bu ülkelerde fiyatlar genel seviyesindeki artış hızının yavaşladığı, büyüme oranlarının arttığı, rezervlerinin güçlendiği görülmektedir.

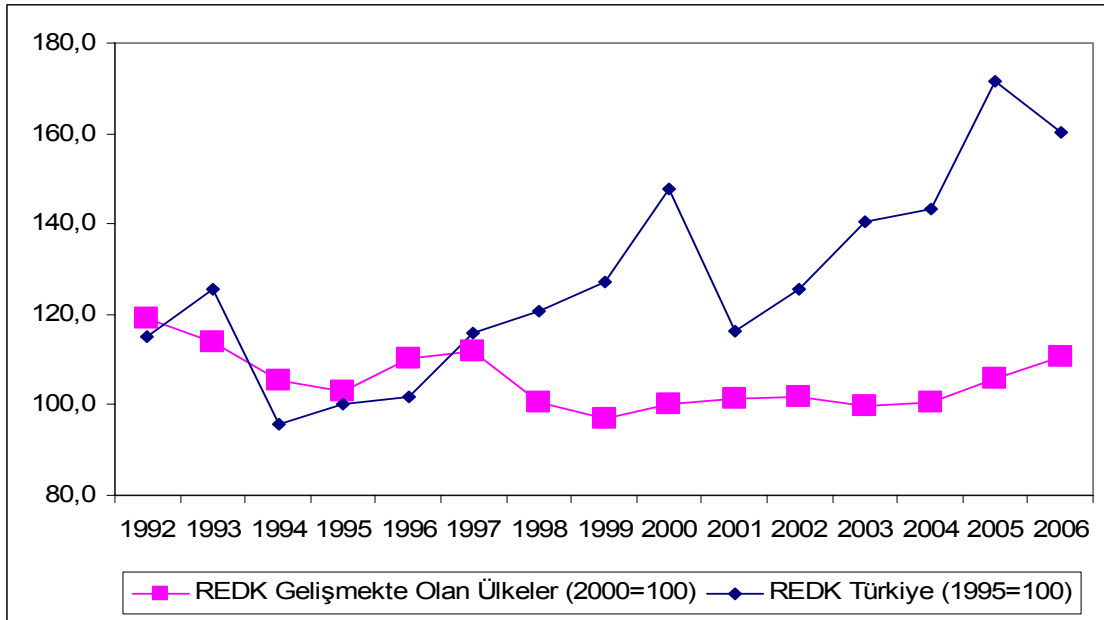
1992'den 2006'ya beşer yıllık dönemler itibarıyla bakıldığında gelişmekte olan ekonomilerin ilk beş yıllık dönemde (1992-1996) ortalama büyüme oranları % 3.9, enflasyon oranı % 318 (Güney Amerika ülkelerindeki kriz nedeniyle), toplam dış borçlarının rezervlere oranı % 463, cari açığın milli gelire oranı % -1.7 iken, son beş yıllık dönemde (2002-2006) gelişmekte olan ekonomiler % 6.1 oranında büyümüş, tüketici enflasyonu tek haneli rakama gerilemiş (% 5.5), dış borçların rezervlere oranı % 154'e düşmüş olduğu görülmektedir. Asıl önemli gelişme cari dengede gözlenmektedir: 1990'lar öncesi cari açık veren gelişmekte olan ekonomiler 2000 sonrasında cari fazla verir konuma gelmişlerdir. Son beş yıllık dönemde gelişmekte olan ekonomiler milli gelirlerinin % 2.3'ü oranında fazla vermişlerdir.

Gelişmekte olan ekonomilerin dış fazla vermesinin arkasında yatan en önemli gelişme bu ülkelerin üretim yapılarının ihracat ağırlıklı bir yapıya dönüşmesidir. Bu yapısal dönüşüm ile birlikte gelişmekte olan ekonomiler yüksek oranlı büyümelerini, düşük fiyat artış hızlarında, görece daha düşük reel faiz oranlarında ve döviz rezervlerini artırarak gerçekleştirebilmişlerdir.

² Gelişmekte olan ekonomiler (emerging market) kategorisinde 30 ülkenin bölgeler itibarıyla ayrımı şöyledir: Asya/Pasifik ülkeleri, Çin, Hindistan, Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore, Tayland; Latin Amerika ülkeleri, Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Ekvator, Meksika, Peru, Uruguay; Avrupa ülkeleri, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Romanya, Rusya, Slovakya, Türkiye; Afrika/Ortadoğu Ülkeleri Cezayir, Mısır, Fas, Güney Afrika ve Tunus.

Bu ülkelerin ekonomilerinde yüksek büyüme oranlarını düşük reel faiz oranları ile gerçekleştirirken yerel para birimlerinin değerlenmediği görülmektedir. Birinci beş yıllık dönemde gelişmekte olan ekonomilerin reel efektif döviz kur endeksi (REDK) 110 iken, son beş yıllık dönemde 104'e düştüğü görülmektedir. Bir başka anlatımla bu ülkelerin ihracata dayalı üretim yapılarının kurla desteklendiği görülmektedir. Aynı zaman zarfında Türkiye'nin REDK endeksine bakıldığında sürekli ve yüksek oranlı bir artış eğilimi gözlenmektedir. Türkiye'nin REDK endeksi birinci beş yıllık dönemde ortalama 108 iken, ikinci beş yıllık dönemde 126'ya ve son beş yıllık dönemde ise 148 puana çıkmıştır. Bir başka anlatımla gelişmekte olan ekonomilerde para birimleri değerlenmezken (hatta değer kaybederken), Türkiye'nin para birimi sürekli olarak değer kazanmıştır.

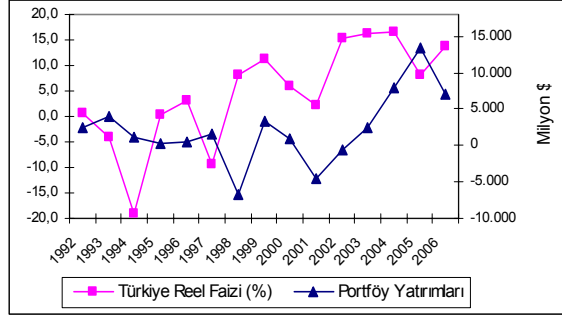
Grafik 3: Gelişmekte Olan Ülkeler ile Türkiye'nin Reel Efektif Döviz Kuru Gelişimi (1992-2006)



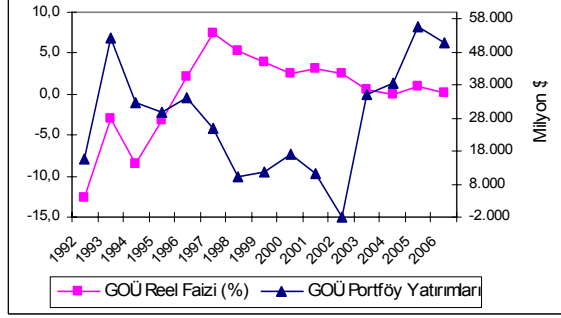
Reel faiz oranlarının dalgalandığı, kurun düşük olduğu bu ülkelerde faize duyarlı yatırım olan portföy yatırımları nasıl seyir izlemiştir? Birinci beş yıllık dönemde reel faiz oranları ortalaması (% - 5.1) negatif iken gelişmekte olan ekonomilere portföy yatırımı olarak 32.8 milyar dolar yatırım yapılmıştır. İkinci beş yıllık dönemde reel faiz oranı % 4.5'e çıkmış ancak portföy yatırımları 15 milyar dolara düşmüştür. Son beş yıllık dönemde ise reel faiz oranı % 0.9'a gerilemiş buna mukabil portföy yatırımları 36 milyar dolara çıkmıştır. Benzer durum Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarında da gözlemlenmektedir. Türkiye'nin birinci beş yıllık dönemde reel faiz oranları negatif seyrederken (% -3.8) portföy yatırımları 1.7 milyar dolar, ikinci beş yıllık dönemde faiz oranı % 3.6'ya çıkarken portföy yatırımları negatif değer almıştır (-1 milyar dolar). Bir başka anlatımla ikinci beş yıllık dönemde Türkiye'deki yerleşiklerin yurtdışına yaptıkları

portföy yatırımları, yabancıların Türkiye'ye yaptıkları portföy yatırımlarını aşmıştır. Son beş yıllık dönemde ise Türkiye'nin olağanüstü reel faiz oranı sunmasına rağmen (% 13.9) portföy yatırımlarının 6 milyar dolarda kaldığı görülmektedir.

Grafik 4: Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Yatırımları ve Reel Faiz Oranı (1992-2006)



Grafik 5: Türkiye'nin Portföy Yatırımları ve Reel Faiz Oranı (1992-2006)



Ele alınan dönemde reel faiz oranları ile faize duyarlı portföy yatırımları arasında birebir ilişkiye rastlanamaması Dünya'daki likidite koşulları ile açıklanabilir. Gerçekten de özellikle son beş yıllık dönemde Dünya'daki likidite bolluğu ve bunun sonucu artan risk alma iştahındaki artış gelişmekte olan ekonomilere (dolayısıyla Türkiye'ye) olan yatırımları önemli miktarda artırmıştır.

Önceki dönemlere göre görece daha düşük reel faiz oranları sunan gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımlarının arttığı bir ortamda Türkiye neden çok yüksek faiz oranları sunmaktadır? Bir başka anlatımla yabancı yatırımcıların risk iştahlarının bu derece yoğun olduğu bir ortamda Türkiye'nin daha düşük reel faiz oranı sunması gerekmez mi?

Bu sorunun yanıtı Türkiye'nin makro ekonomik koşullarında gizlidir. Uzun yıllardır yüksek enflasyon koşullarında yaşamış bir ekonominin bu alışkanlığının kırılması ancak sıkı maliye ve para politikalarıyla sağlanabileceği bir ön kabuldür. Ayrıca Türkiye'de yaşanan dolarizasyon sürecinin de para politikasını zorlaştırdığı söylenebilir. Şöyle ki Merkez Bankasının kontrolünde olmayan bir para birimine olan ilginin artışı ve bu artışla birlikte Merkez Bankasının likidite kontrolü, dolarizasyon olmayan bir ülkenin koşullarına göre daha güçlü olmaktadır.

III. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNDE EĞİLİM VE YAKLAŞIMLAR

III.1. Sermaye Akımları, Döviz Piyasalarına Müdahale ve Kur

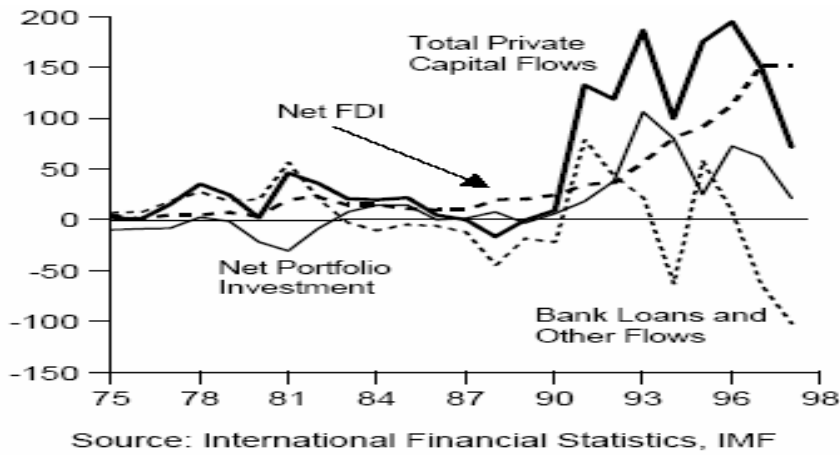
Küreselleşmeyle birlikte sermaye akımları gelişmiş ülkelere olduğu kadar gelişmekte olan ülkelere de yönelmektedir. Sermayenin niteliği bakımından bölgelere ve ülkelere göre farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Doğrudan sermaye yatırımları son yıllarda gelişmekte olan ülkelere de yönelmeye başlamıştır. Doğrudan sermaye akımlarını en çok çeken gelişmekte olan ülkeler grubunu merkezi ve doğu Avrupa ülkeleri ile Çin'in içinde yer aldığı Asya ülkeleri oluşturmaktadır. Gerçekte, 98 krizinden sonra Çin harici Asya ülkelerine doğrudan sermaye akımlarında bir yavaşlama söz konusudur. Özellikle Çin'de doğrudan sermaye akımlarının ekonomiye katkısı ihracat artışı ile birlikte yüksek oranlı büyüme şeklinde tezahür etmektedir.

Doğrudan sermayeyle bazen karşıt bazen birlikte hareket eden dolaylı sermaye veya portföy yatırımları yüksek mobilite olanakları nedeni ile yüksek getirili gelişmekte olan ülke sermaye piyasası araçlarına yönelmektedirler. 1989-93 döneminde ABD faiz oranlarındaki gerileme ile birlikte gelişmekte olan ülkelere girme cesareti gösteren portföy yatırımları önceliği enflasyonu az, kamu açıkları düşük ve yapısal reformları gerçekleştirmiş doğu Asya ekonomilerini tercih etmişlerdir.

Ancak portföy yatırımlarının yüksek mobilitesi girdiği ülkelerin makro ekonomilerinde ani iyileşmelerin yanında çıkışları da ani çöküntülere neden olabilmektedir. Örneğin Güney Kore'de 1997-99 arasında üç yıllık bir dönemde yükselme (boom) ve çöküş (bust) peşpeşe yaşanmıştır. 1997 yılında ekonomi % 5 büyümüş, 1998'de % 7 küçülmüş, 1999'da % 11 büyümüştür.

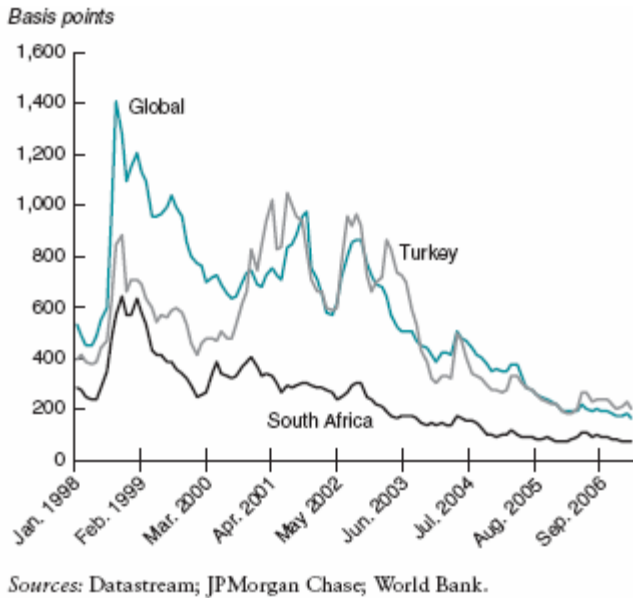
Aşağıdaki grafik 1970'lerden itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik güçlü bir sermaye akımını işaret etmektedir. 1980-90 arasında sermaye akımlarının büyüklüğü 4 kat artarak 150 milyar dolara ulaşmıştır. Ancak grafiğe dikkat edilecek olursa bir döngüsel hareket görülmektedir. 1970'lerde sermaye hareketlerindeki patlamayı 1980'lerde çöküntü, 80'lerin sonlarında başlayan çıkışı, 90'ların sonuna doğru yine bir çöküntü takip etmektedir.

Grafik 6: Gelişmekte Olan Ülkelere Özel Sermaye Akımları (Milyar \$)



Sermayenin niteliğinde 10 yıllık periyotlarda değişim yaşanmıştır. 1970’lerde banka kredileri ağırlıklı sermaye akımlarının yerini, 1990’larda direkt yatırımlar ile portföy yatırımları almıştır. Ancak 1994-95 yıllarında Meksika’daki tekila krizinde ve 1997-98 yıllarındaki Asya krizlerinde ani portföy ve banka kredi ters dönüşlerinin birlikte hareket ettikleri gözlenmiştir.

Grafik 7: Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Tahvil Endeksi



Sermaye akımlarının dramatik artışında başlıca iki trend gözlenmektedir:

Birincisi, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını liberalize etmeleri sonucu yabancıların bu piyasalara girişleri kolaylaşmıştır. Böylece bu ülkeler finansal anlamda küresel yapının bir parçası haline gelmişlerdir. 1991-94 arasında finansal sistemini serbestleştiren ülkelerin % 60’ının hisse senetleri piyasası değerleri (piyasa kapitalizasyonları) ikiye

katlanmışlardır. Gelişmekte olan ülkeler liberalizasyonun getirdiği yeni sermaye akımları ile finansal piyasalarını daha derin ve likit hale getirirken, kamu teşebbüslerini de hızla özelleştirme sürecine sokmuşlardır.

İkincisi, bilgi teknolojisi ve iletişimdeki hızlı ilerleme global ölçekte yatırımların değerlendirilmesi ve bunların izlenebilmesi olanağı sağlamıştır. Bilgi eksikliği hissedilen yatırım

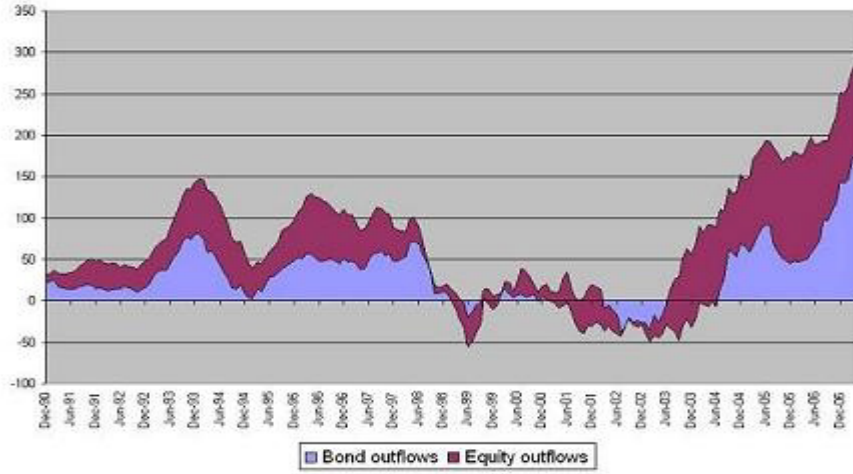
projelerine (riskli) daha az yatırım yapılırken, bu yatırımlar için daha yüksek risk primi istenmektedir. Yüksek getiri sunarak cazibelerini artıran borçlanma ihtiyacındaki ekonomiler, kamuya tam açık olmayan finansal tablolar ve raporlama sistemleri ile borç verenler üzerinde yanlış seçim etkileri yaratabilmektedirler (*adverse selection*). Ayrıca borçlanan ekonomiler borç verenlere riskli olan yatırımlarını daha az riskli göstererek borçlanma araçlarına ilgiyi artırabilmektedirler (*moral hazard*). Teknolojik gelişmeler bu tip olumsuzlukları önceden hesaba katmayı ve ani hareket yapmayı mümkün hale getirmektedir. Dolayısıyla bankaların kredi bakımından değerliliği hakkında müşterileri üzerinde derinleme bilgi sahibi olmalarının avantajı iletişim ve bilgi teknolojisindeki gelişmelerle diğer borç verenler lehine azalmıştır.

1990'larda sermaye akımlarındaki yüksek artışa rağmen, teorik anlamda uluslararası portföy çeşitlendirmesi olgusundan söz etmek mümkün değildir. Gelişmiş ülke yatırım portföyleri içinde yabancı yatırımlara ayrılan pay hala küçüktür. Bunda "home bias" olarak adlandırılan ve teorik bir temeli ve nedeni olmamasına rağmen yatırılacak fon seçiminde yerel araçların seçilmesi olarak tanımlanabilecek olgunun ağırlığı hala yüksek seviyelerdedir. Örneğin 1996 yılında ABD yatırımcılarının ellerindeki 880 milyar dolarlık hisse senedi portföylerinin sadece % 10'unu yabancı hisse senetlerinden oluşurken, tahvil piyasalarında bu home bias olgusu daha dramatiktir. Yine aynı tarihte tahvil portföyünün sadece % 3.4'ü (398 milyar dolar) yabancı tahvillerden oluşmaktadır. Ki bu miktar 1996 yılında işlem gören toplam uluslararası tahvillerin piyasa değerinin % 60'ına denk gelmektedir.

Home bias olgusuna ilave olarak gelişmiş ülkeler yatırım yapacakları gelişmekte olan ülke tercihlerinde de belli coğrafi çeşitlilikten ziyade küçük bir grubu göz önünde bulundurmaktadırlar. 1990-97 arasında özel sermaye akımlarının % 75'i gelişmiş ülkelere yönelmiştir. Bu bir düzine ülkeye gitmiştir. Bu bir düzine içindeki 6 ülke olan Çin, Brezilya, Meksika, Tayland, Endonezya ve Güney Kore toplam sermaye akımının % 60'ından fazlasını kendi ülkelerine çekebilmiştir.

Home bias ve coğrafi çeşitlilikte gönülsüz davranılması olguları portföy çeşitlendirmesi anlamında anlamlı olmasa bile, uluslararası sermayenin diğer ülkeleri seçmemesindeki "piyasaya giriş güçlüğü, yatırımların takip edilme zorluğu, döviz kurlarındaki belirsizlik" gibi nedenler anlaşılabilir. Özellikle kur riskinin kalktığı Euro bölgesindeki sınır ötesi (cross-border) şirket evlilikleri ile ele geçirmelerin olağan üstü artışı buna güzel bir örnektir.

Grafik 8: ABD'li Yatırımcıların Yabancı Varlıklara Talebi (Milyar \$)



Kaynak: www.rgemonitor.com

Grafikten görüldüğü üzere 1997 yılına kadar olan süreçte ABD'li yatırımcıların yurtdışı hisse senedi ve tahvillere ilgilerinin kuvvetli, 1998-2003 arasında ise yabancı menkul kıymetlere ilgilerinin azaldığı, 2003 sonrasında ise artan bir hızla ABD'li yatırımcıların yabancı menkul kıymetlere ilgilerinin arttığı görülmektedir. Bir başka anlatımla ABD'li yatırımcıların 2003 sonrasında home bias eğilimlerinin nispi olarak azaldığı söylenebilir. 1998-2003 dönemindeki yabancı menkul kıymetlere ilginin gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bir dizi krizin etkisi ile ABD faiz oranlarının yüksek olmasının etkili olduğu söylenebilir. Ancak 2003 yılından sonraki ABD'li yatırımcıların yabancı menkul kıymet talebindeki yükselişin arkasında ABD Merkez Bankasının yürüttüğü düşük faiz politikasının etkili olduğu düşünülmektedir. Bir yandan faiz oranlarının düşük olması diğer yandan ABD'nin çifte açıkları nedeniyle ABD dolarının diğer para birimlerine karşı değer kaybı home bias olgusunu zayıflatmaktadır.

Finansal liberalizasyon, teknolojik gelişme ve inovasyonların sermaye akımlarını güçlendirdiği konusunda görüş birliği bulunurken, sermaye akımlarının çıkış ve çöküş döngü etkileri üzerinde tam bir mutabakat bulunmamaktadır. Bu noktada iki etkiden söz edilebilir: itme (push) etkisi ve çekme (pull) etkisi. İtme etkisinde sermaye hareketleri dışsal faktörler nedeniyle çıkış ve çöküş döngüsünü başlatmakta, örneğin ABD faiz oranlarındaki düşüşler veya çıkışlar. Çekme etkisinde ise içsel faktörler çıkış ve çöküş döngüsünde etkili olmaktadır, örneğin ekonomilerin yapısal sorunların üstesinden gelip gelmedikleri, para ve kur politikasının iyi yönetilip yönetilmediği, siyasi çalkantı veya istikrar gibi.

Burada içsel veya dışsal faktörlerin nispi (ağırlıklarına) önemine göre sermaye akımlarının politika uygulamalarına etkileri farklı olmaktadır. Eğer sermaye akımları önemli

oranda içsel faktörlerin etkisinde ise gelişmekte olan ülke sağlıklı makro ekonomik ve finansal programlar uygulayarak sermaye akımlarını öngörülebilir aralık ve miktarlarla çekerek çıkış-çöküş döngü etkilerini minimize edebilir. Buna karşın sermaye akımları önemli oranda dışsal faktörlerin etkisinde ise gelişmekte olan ülke ne kadar sağlıklı ve istikrarlı programa ve uygulamalarda bulunursa bulunsun dışsal şoklara açık olacak yani dışsal faktörlere kırılganlığı yüksek olacaktır.

Kur Etkisi

Sermayenin serbest dolaşımı ile birlikte döviz kuru rejim seçenekleri gelişmekte olan piyasalar bakımından çok önemli bir konu haline gelmiştir. 1997-98 Asya krizi, 1998-99'da Rusya, Brezilya krizleri ve nihayet 2001'de Arjantin ve Türkiye krizleri sermayenin serbest dolaştığı bir ortamda kur rejimlerini ön plana çıkarmıştır.

Küreselleşme süreci içinde sermaye piyasalarının entegrasyonu artarken, aynı süreç gelişmekte olan ekonomilerin ekonomi politika seçeneklerini kısıtlamaktadır. 20.yy'ın son 20 yılında sabit kur rejimlerinin değişik formlarını uygulayan gelişmekte olan ekonomiler, yaşanan krizlerden çok olumsuz etkilenmişlerdir. Bu nedenle krizlerin kaynağı araştırmalarında seçilen ve uygulanan kur rejimleri ön plana çıkmıştır.

Döviz kuru rejimi konusunda gelinen nokta ara çözümlerin çözümsüzlük ürettiği biçimindedir. Bir başka anlatımla "politika uygulayıcılar kur rejimini ya tam sabit ya da tamamen serbest belirlemelidirler" gibi bir sonuç ağırlık kazanmıştır.

Sermayenin uluslararası akışkanlığı döviz kurlarının idaresini zorlaştırmaktadır. Öngörülemeyen ters sermaye akımları (ülkeden çıkışlar) kuru baskı altında bırakmaktadır.

İki kutuplu bakış açısı ile serbest, yönetilen kurlar kadar parasal birlik, para kurulu ve dolarizasyon (veya euroization) gibi kur rejimlerini uygulama zorunlulukları ilgili ülkelerin kurumsal ve yapısal değişiklikleri yapma zorunlulukları ile açıklanabilir olsa da; Arjantin deneyimi para kurulu uygulaması altında bile ülkelerin negatif şoklara maruz kalabileceklerini ve nominal döviz kurunda gerekli esnekliklerinin olmadığını göstermiştir (Milesi-Feretti, Maria and Razin 1998).

Yapılan araştırma ve gözlem sonuçları hem içsel hem de dışsal faktörlerin sermaye akımları üzerinde etkisi olduğunu ancak zaman içinde görece öneminin farklılaştığını göstermektedir. Ör. Calvo, Leiderman ve Reinhart (1993) 1990'ların başında ABD faiz oranlarının düşmesi ile Latin Amerika ekonomilerine giren sermaye miktarı (ki giren sermaye miktarı ile birlikte yerel paranın değerlendirilmesi ve rezervlerin artışı gözlenmiş) arasında istatistiksel anlamda anlamlı ilişki bulmuşlar, bulunan bu ilişki "ele alınan dönemde gelişmekte olan ekonomilere giren sermaye miktarını belirleyen temel faktörler dışsal faktörlerdir" biçiminde yorumlanmıştır. Fernandez-Arias (1996) ise daha geniş bir veri seti ile 1989-93 arası dönemde global faiz oranlarındaki düşüşün portföy yatırımlarını % 90 oranında artırdıklarını

bulmuşlardır. Bununla birlikte sermaye akımlarını üzerinde içsel faktörlerin nisbi öneminin daha yoğun olduğu 1993-95 döneminde ise yükselen ABD faiz oranları gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını kesici yönde bir etkide bulunmamıştır.

Finansal Krizlerin Öngörülmesi

Döviz piyasalarında aşırı baskılı dönem döviz krizi olarak adlandırılmaktadır. Burada baskı, kurun değer yitirmesi, döviz rezervlerinin kaybı ve yurtiçi faiz oranlarındaki artışın ağırlıklı ortalamasının büyüklüğüne eşittir. Aşırılık ise değerlendirme kapsamındaki üç değişkendeki değişimin büyük sapmalar içermesidir.

Döviz kuru krizlerini açıklayan potansiyel açıklayıcı değişkenler şu şekilde sınıflandırılabilir:

- **Cari İşlem Değişkenleri:** Cari işlemler dengesi, ithalat, ihracat, reel döviz kuru.

- **Sermaye Hesaplarına İlişkin Değişkenler:** Döviz rezervleri, M2/Döviz Rezervleri, kısa vadeli borçlar/döviz rezervleri, sermaye akımlarının kompozisyonu.

- **Global Değişkenler:** Yabancı faiz oranları, petrol ve mal fiyatları, dünya ticareti ve üretim hacmi.

- **Yurtiçi Makroekonomik Duruma İlişkin Değişkenler:** Mali bütçe, yurt içi üretim, para ve yurt içi kredilerde gelişim, enflasyon.

- **Yurt İçi Finansal Göstergeler İlişkin Değişkenler:** Batık kredi oranı, Kredi/ Mevduat oranı, Kaldıraç Oranı.

- **Yapısal Duruma İlişkin Değişkenler:** Bankacılık sisteminin gözetim ve denetimi, şirket yönetim kalitesi, kamu sektörünün yönetimi (kanunların uygulanması anlamında).

Göstergelerin yararlılık derecesi iki kriter göz önüne alınarak değerlendirilmektedir: Gürültü sinyal oranı (doğru sinyaller/ yanlış sinyaller) ve krizlerin öngörü tutarlılık oranı (doğru sinyaller/ yaşanan krizler).

Eğer yerel para aşırı değerli, yurtiçi krediler hızlı büyüyor, bankacılık sistemi zayıf, döviz rezervlerinin M2'ye oranı veya döviz rezervlerinin kısa vadeli dış borçlara oranı düşük, cari işlemler açığının milli gelire oranı yüksek ise kriz olasılığı o derece yüksektir (Berg ve Pattillo 2000).

Daha uzun bir perspektifte Miles-Ferretti ve Razin(1998) 1971-92 arasında 86 ülke örneğinde ani sermaye çıkışlarında hem içsel hem de dışsal faktörlerin etkili olduğunu bulmuşlardır. Özellikle dış borçlanmanın sürdürülebilirliğinin sermayenin ani çıkışlarında önemli bir rol oynadığını tespit ettiler. Ani sermaye çıkışlarını etkileyen dış faktörler arasında, ABD faiz oranlarındaki artış, dış ticaret hadlerinin kötüleşmesi ve gelişmekte olan ülkelere resmi transferlerdeki gerileme bulunmaktadır. Belli başlı içsel faktörler ise büyüyen cari açıklar, dış ticaretin milli gelir içinde küçülmesi, döviz rezervlerinde erime, dış borçlarda artıştır. Moreno ve Trehan (2000) ise küresel ve bölgesel şokların 1974-98 arasında para birimleri hızla değer kaybeden ülkelerin durumlarını önemli oranda açıklamaktadır. Berg ve Pattillo (1998) ise 1997

yılında başlayan Asya Krizlerinde içsel faktörlerin çok daha önemli bir rol oynadıklarını ileri sürmektedir. Bu çalışmada erken uyarı sinyali olarak değerlendirilen öncü göstergeler şöyle belirtilmektedir: Dış rekabet (reel döviz kuru ile ölçülmekte); dış borcun sürdürülebilirliği (cari açıkla ölçülmekte); dış aleme yönelik likidite (M2 / döviz rezervleri veya kısa vadeli borçlar/döviz rezervleri oranları ile ölçülmekte); finansal sistemin kırılabilirliği (iç kredilerdeki büyüme ile ölçülmektedir).

Büyüyen uluslararası portföy çeşitliliği hala gelişme aşamasındaki uluslararası sermaye akımlarının bir parçası görünümündedir. Bu tanım uluslararası finansal entegrasyon olgusunun home bias faktörü nedeni ile sermayenin ağırlıklı olarak hala yerel piyasaları tercih ettiğini ima etmektedir.

Gelişmekte olan ekonomilerin çoğunluğunda hala yumuşak kur rejimlerinin uzun vadede sürdürülemeyeceği, katı kur rejimlerinin ise gerekli esnekliklere sahip olmaması sorunsalı bulunmaktadır. Burada önemli olan soru şudur: Serbest dalgalı kur rejimi uygulaması altında parasal araçlarla enflasyon düşürülmesi ekonomik büyümenin sürekliliğini kalıcı hale getirilebilir mi?

III.2. Aktarım Kanalları

Değişik politika değişkenleri ile finansal piyasalardaki aktarım kanallarının yönü ve hacmi etkilenebilmektedir. Bu nedenle aktarım kanallarının iyi tespit edilmesi uygulanacak politika seçeneklerine karar verilmesinde önemli rol oynayabilecektir.

Makro ekonomik istikrar için fiyat istikrarı, üretim artışı, rekabetçi bir yapı ve dış ödemeler dengesi, uzun vadeli büyüme, tam istihdam gibi hedeflerin sağlanmış olması koşulu aranır. Para politikası hedeflerinin öncelikle iyi tespit edilmesi gerekir. Acaba parasal otorite bu hedeflerden hangisini veya hangilerini kendisi için amaç edinecektir?

Parasal otoritenin belirlediği hedef örneğin fiyat istikrarı ise kullanacağı kısa vadeli faiz enstrümanı ile uzun vadeli faiz oranı gibi aktarım kanallarını etkilemeye çalışacaktır.

Parasal otoritenin belirlediği faiz oranı öncelikle piyasa faiz oranlarını etkiler sonra varlık fiyatları, nominal döviz kuru, krediler, enflasyon beklentilerini etkiler. Etkilenen bu değişkenler ise üretim, işsizlik, gelir dağılımı, reel döviz kuru üzerinde etkilerde bulunur. Ancak bu etkileşim tek yönlü değil karşılıklıdır. İşsizlik oranlarındaki artış beklentileri olumsuz etkileyerek piyasa faiz oranlarında yükselişlere yol açabileceği gibi reel döviz kurundaki düşüş enflasyon beklentileri olumlu etkilerde bulunur. Aktarım kanalları şu şekilde ifade edilebilir;

1. Geleneksel faiz oranı kanalları

Faiz oranları sermayenin maliyeti, gelir etkisi, ikame etkisiyle toplam talep, üretimin maliyetini etkileyerek toplam arz üzerinde etkilerde bulunur.

2. Varlık fiyatı kanalları

Parasal politikadaki değişiklik hisse senetleri, gayrimenkul, döviz kuru gibi varlık fiyatlarında değişikliklere yol açar. Parasalcı bakış açısı ile para arzındaki artış hisse senedi piyasasında harcamaları artırır, böylece hisse fiyatları yükselir. Keynezyen bakış açısı ile para arzındaki artış faiz oranlarını düşürür, tahvil ve bonolar hisse senetlerinden daha az cazip hale gelir, sonuçta hisse senetleri fiyatları artar.

Dalgalı kur rejimi uygulayan ekonomilerde parasal politikadaki değişiklikler döviz kurlarında sistematik değişikliklere yol açarlar. Genişletici parasal politika uygulamaları kurların değer kaybetmesine yol açarken, döviz kurunun değer kaybetmesi fiyatlar üzerinde baskı yaratır. Son Asya krizi örneği hedge edilmemiş yabancı para cinsinden ağırlıklı borçlar, büyük devalüasyonlar sonucu borçların yerel para cinsinden değerlerini yükseltmiş, bankacılık sektörünü zayıflatmış ve şirket bilançolarını kötüleştirmiştir.

3. Kredi kanalları

Bankalar kredi piyasasında asimetrik bilgi problemlerinin çözümüne yardımcı olurlar. Para arzının artışı bankalara yatan mevduatı artırır, banka kredileri artar böylece ekonomide yatırım ve tüketim harcamaları artar, neticede gelir düzeyi ve fiyatlar genel düzeyi artar. Parasal politikalar küçük firmaların ve hane halkının harcamaları üzerinde sanıldandan daha büyük etkilere sahiptir. Bilginin mükemmel dağılmamış olduğu ortamlarda para arzının artışı ile faiz oranları düşer, faiz oranlarının düşmesi nakit akımları artar, ters seçim ve ahlaki problemler ortaya çıkar. Hane halkı bu ortamda gelir şoklarına maruz kalır ve hane halkı daha fazla miktarda parayı elde bulundurma ihtiyacı hisseder. Likit olmayan varlıklarını elden çıkarmaya başlar, sonuçta büyük kayıplara uğrarlar.

Gevşek para politikası uygulayan ekonomilerde toplam talep yükselir, üretim artar, döviz kuru değer kaybeder, sonuçta enflasyonla karşılaşılır. Sıkı para politikası uygulayanlarda ise toplam talep baskı altındadır, üretim düşer, kur değerlenir ve enflasyon düşer. Finansal kriz ortamlarında gevşek para politikası uygulamaları enflasyon-kur sarmalı yaratır. Bu sarmal ödenmeme sorununu artırır. Yatırımcıların güveni azalır ve sonuçta toplam taleple birlikte üretim düşer. Kriz ortamında sıkı para politikası uygulamaları ise kurun değerlenmesini, yabancı para

cinsinden borçlar üzerinde kredi spreadlerinin düşmesini sağlar. Yatırımcı güveni artar ve başlangıçtaki resesyon sonuçta yerini üretimde toparlanmaya bırakır.

III.3. Finansal İstikrar ve Uluslararası Standartlar

Son yıllarda ulusal finansal politikalar birbirine benzer yapılarda ve benzer risk algılamalarına göre şekillenmekte, finansal politikalar yerel olmaktan ziyade uluslararasılaşmaktadır. Finansal sistemin güvenliği için mevduat güvencesinin azaltılması ve son borçlanma merciiinin borç verme yetkisine kısıtlama getirilmesi yönünde eğilimler giderek ağırlık kazanmaktadır. Bankacılık sektörünün güçlü düzenleme rejimlerine ve sermaye standartlarına sahip olması hedeflenmektedir. Yabancı bankaların ülke içine girişleri artmakta, makro politikalar finansal istikrar üzerine yoğunlaşmakta ve herhangi finansal sistemdeki zayıflama karşısında uluslararası yardımlar artmaktadır.

Mevduat güvencesi veya sigortası panik anlarında bankalardan nakit çekilmesini önlerken, aynı zamanda ahlaki bir probleme de neden olmaktadır. Mevduat güvencesi mevduat sahiplerinin para yatırdıkları bankaları izleme ve gözetleme aktivitelerinde zafiyetler yaratmaktadır. Sonuçta mevduat garantisi finansal sistemin bütününde sistematik kayıplara yol açan süreci başlatmaktadır.

Son borç verme mercii olan Merkez Bankasının bu olanağı geniş anlamda kullanması halinde artan para arzı ile birlikte gelecek enflasyon beklentilerinde artışa yol açılmakta, nominal faiz oranları artmaktadır. Son borç verme faaliyetlerindeki artış aynı zamanda yerel paranın değer kaybetmesine yol açmakta, çoğu gelişmekte olan ülkenin yüksek yabancı para cinsinden borçlarını olumsuz etkilemektedir. Aynı zamanda firmaları zayıflatmakta, banka bilançoları üzerinde olumsuz sonuçlar doğurmaktadır.

Yabancı bankalara kapıların açılması gelişmekte olan ülkelere önemli kazançlar sağlamaktadır. Bankacılık sisteminde etkinlik artmakta, hükümetin bankacılık sistemi üzerindeki müdahaleci yanı zayıflamakta, daha iyi finansman ve yönetim olanakları sunmaktadır. (Örneğin Asya krizi esnasında Arjantin'de yabancı sahipli bankaların payı bankacılık sistemi içinde % 50 idi.) Bu faydalarının yanında ciddi zararları da görülmektedir. Ülke bankacılık sisteminin yükümlülüklerini dolarlaştırmakta ve finansal kırılganlığını artırmaktadır (yine örnek Arjantin'de yaşanan kriz).

III.4. Bulaşma ve Sürü Etkisi

Bulaşma etkisi, bir ekonomide yaşanan krizin diğer ülkelere yayılması olarak tanımlanmaktadır. Bu noktada bazı soruların üzerinde önemle durulması gerekmektedir:

- Bir ülkeden bir başka ülkeye krizlerin yayılmasını sağlayan kanallar nelerdir?

- Bulaşma etkisinden en çok etkilenen yani en kırılgan ekonomilerin özellikleri nelerdir?

Bir başka anlatımla bulaşma etkisinin derecesi ekonomilerin kırılganlıklarından mı (zayıf temelli yapısallıklardan mı) yoksa yatırımcıların sürü psikolojisi ve panik etkisinden mi kaynaklanıyor?

- Niye bazı durumlarda bulaşma çok ciddi sonuçlar doğururken diğer durumlarda bulaşmanın etkisi sınırlı kalmaktadır?

Son dönemde yaşanan krizlerin bulaşma özelliklerine bakıldığında, Meksika tekila krizi (1994), Asya krizi (1997) ve Rusya krizinin (1998) diğer ülkelere yayılma anlamında ciddi sonuçlarını görülürken; Brezilya (1999), Türkiye (2001) ve Arjantin (2001) krizlerinin bulaşma etkisi sınırlı kalmıştır.

Bulaşma etkisinin aktarım kanalları incelendiğinde temel olarak üç kaynaktan beslendiği söylenebilir: Ticaret bağlantıları, finansal bağlantılar ve saf bulaşma etkisi (direkt olarak ülkenin spesifik yapısal durumundan veya ekonomik bağlantılarından değil dışsal faktörler nedeniyle yatırımcıların görüşlerinde değişme veya kaymalar).

Ticaret bağlantılarıyla bulaşma olgusu çift taraflı ihracat ve ithalat kaynaklı iken; finansal bağlantılar nedeniyle bulaşma etkisi ülkelerin karşılıklı yatırım ve borçlanmaları kaynaklıdır. Örneğin 1994 krizine kadar Meksika bankaları Kosta Rika bankalarının kredi olanaklarını artırırken, Asya krizi öncesi Kore bankaları Brezilya ve Rusya tahvillerini ellerinde tutuyorlardı. Arjantinliler ise Uruguay bankalarında mevduat yapıyorlardı.

Bir başka olgu ise finansal piyasaların ve kurumsal yatırımcıların birbirleriyle bağlantılı olmalarından kaynaklanan, dolayısıyla bir piyasada yaşanan stresin eş anlı olarak diğer piyasalara etki etmesidir. 1994-95 Meksika krizi öncesi ABD bankaları Latin Amerika ülkelerine ciddi krediler açmışlardı. Yine benzer şekilde 1997-98 Asya krizi öncesinde Japon bankaları Asya ekonomilerine önemli krediler vermişlerdi. Meksika ve Asya'da yaşanan krizler sadece bölge ülkelerine değil kredi kanalları nedeniyle gelişmekte olan diğer ülkelere de ciddi etkileri olmuş, gelişmiş ülke finansal kurumlarını ve yatırımcılarında ciddi portföy kaymalarına neden olmuştur.

Saf bulaşma etkisi ekonomilerin temel ve yapısal konumlarıyla direkt ilgili olmayıp genel olarak yatırımcı davranışı kaynaklı bir etkidir. Saf bulaşma etkisi üç başlık altında inceleyebilir:

- yatırımcıların tam bilgiye sahip olmaması,
- çoklu denge ve beklentilerde kayma,
- yatırımcılar arasında artan riskten kaçınma durumu

Eğer yatırımcılar yatırım yaptıkları ülke hakkında yeterli ve tam bilgiye sahip değillerse, ilgili ülkelere ilişkin bir tehdit yatırımcılar üzerinde “alarm” etkisi yaratabilir. Bu durumda yatırımcılar o ülkeye ilişkin portföylerini bütünüyle boşaltma eğiliminde olabilirler.

Bazı yatırımcılar yabancı piyasalar hakkında özel bilgilere sahip olabilirler. Bu bilgiler o yatırımcıları bilgi eksikliği olan yatırımcılara göre daha üstün kılar. Bilgi eksikliğinde olan yatırımcılar, bilgileri fazla olan yatırımcıların davranışlarına bakarak sürü etkisi ile hareket edebilirler.

Bireysel mevduat sahiplerinin korkuları bankalardan para çekilmesine neden olabilir. Bundan etkilenen diğer mevduat sahiplerinin para çekmek için bankalara hücum etmesi, bankalarda likidite krizine neden olur. Benzer şekilde yabancı kredi kuruluşlarının o ülke hakkında olumsuz görüşlerinin artması, yeni kredi verilmesini engeller. Kredi musluklarının kısılması borç krizini tetikler.

Yaşanan son üç krizin (Brezilya, Türkiye ve Arjantin) etkisi niye sınırlı kaldı?

Bunda en önemli faktör bu üç krizin önceki krizlere oranlar daha beklentiler dahilinde gerçekleşmiş olmasıdır. Bu üç ülkenin yapısal sorunları ve makro ekonomik istikrarsız konumları bu ülkelere ilişkin bir kriz olabilir sorununu uluslararası yatırımcılara önceden hissettirmiştir.

Krizlerin meydana geldiği tarihlerde bu ülkelerde uluslararası sermayenin oldukça kısıtlı olduğu görülmektedir. Önemli oranda kredi veren kuruluşlar önceki krizlerin aksine bu ülkelerde daha düşük kaldıraç oranlarına sahiptiler. Ve yatırımcılar önceki krizlerden elde ettikleri tecrübelerle ülkeler arasında farklılaştırma becerilerini geliştirdiler.

Yapılan son ampirik çalışmalar, ticaret ve finansal bağlar yoluyla ülkelerdeki volatilitelerin birbirine geçtiğini, yabancı yatırımcı davranışlarının volatilitayı artırdığını göstermektedir. Yine bu çalışmalar bulaşmada bağlantı kanalları kadar ülkelerin yapısal faktörlerinin de belirleyici olduğunu göstermektedir. Ayrıca mali anlamda açık ekonomilerin bulaşmaya karşı kırılganlıkları daha yüksek düzeyde bulunmaktadır.

IV. SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ

IV.1. Türkiye Ekonomisinin Makro Ekonomik Yapısı ve Aktarım Kanalları

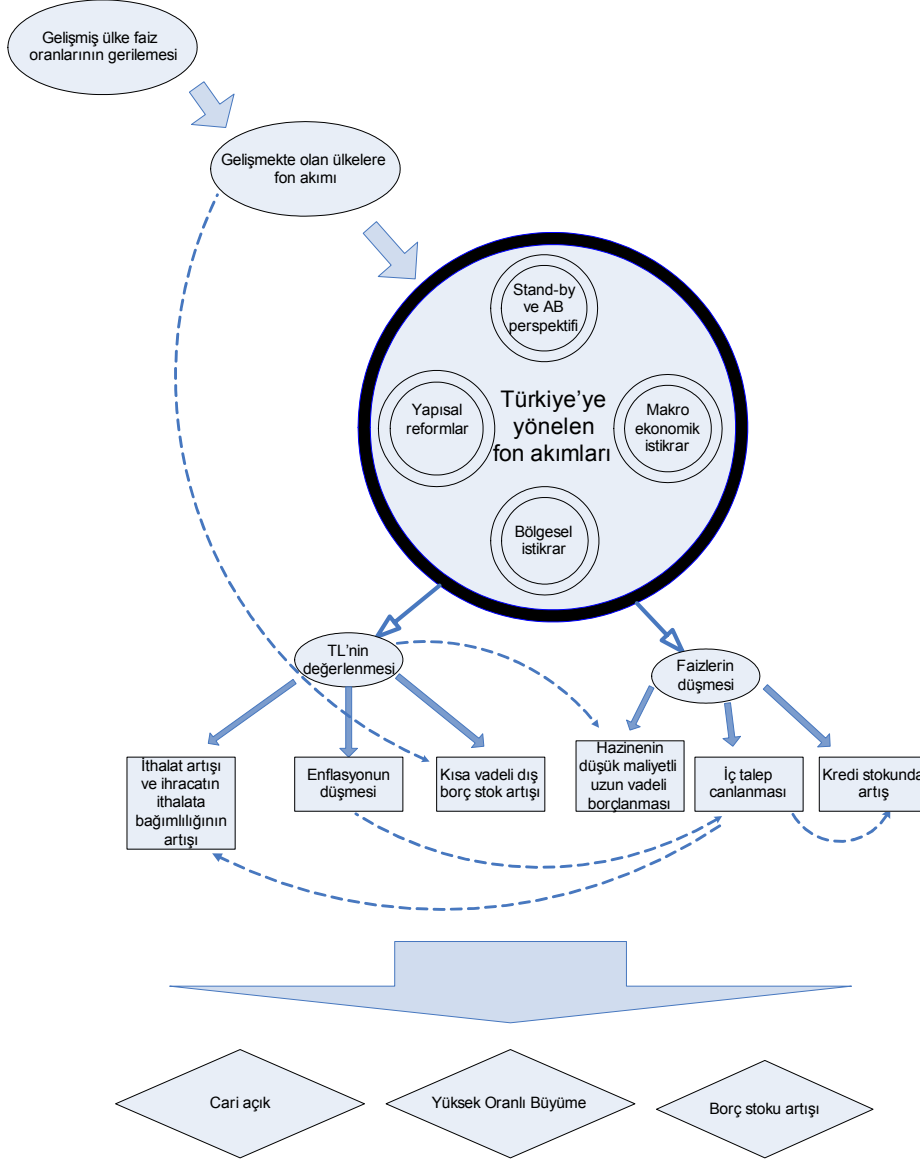
Türkiye ekonomisi 2001 yılında yaşanan finansal krizin ardından kur rejimi değiştirmiş, IMF ile stand by anlaşması çerçevesinde yeni bir ekonomik yapılanmaya gitmiştir. Bu yeni ekonomik ortamın ana eksenini yapısal reformlar, mali ve parasal disiplin oluşturmuştur. Yapısal reformlarla başta bankacılık sistemi rehabilite edilmiş, özelleştirmeye hız verilmiştir. Yapısal reformların önemli alanlarından biri olan sosyal güvenlik alanında ise ciddi bir başarı elde edilememiştir. Mali disiplinin temel ayağını ise faiz dışı fazla oluşturmuştur. Ekonomik programlarda mali disiplin adı altında % 6.5'lük (faiz dışı fazla/GSMH) faiz dışı fazla verilmeye çalışılmıştır. Para politikasında ise sıkı para politikası uygulanmış ve sıkı para politikası Merkez Bankasının politika faiz oranı olan gecelik borçlanma faiz oranlarının yüksek belirlenmesiyle yürütülmüştür. Ayrıca çeşitli parasal göstergelere ilişkin hedef değerler konularak, parasal göstergelerin bu sınırlar içinde hareket etmesi benimsenmiştir (2002-2005 yılları arasında net uluslararası rezervler, para tabanı, net iç varlıklar hedefleri, 2006 yılı sonrasında enflasyon hedeflemesi).

Uygulanan ekonomik programdan beklenen fayda istikrarlı ekonomik büyüme olarak belirlenmiştir. Fiyat istikrarı anlamında bir başarının oluştuğu (2006 yılı hariç), kesintisiz yüksek oranlarda büyüme sağlanmış olmakla birlikte, yüksek oranlı faiz dışı fazlaya rağmen borç stokunda bir iyileşme sağlanamamış ve ekonomi giderek artan döviz açığı vermiştir (2006 yılında cari açığın milli gelire oranı % 8.4). Ekonomi kesintisiz büyürken istihdamda yeterli artış sağlanamamış ve ekonomideki büyümeye rağmen istihdamın artmaması verimlilik artışlarına bağlanmıştır.

Ülke içinde bunlar yaşanırken, yurtdışında da önemli gelişmeler olmuştur. 2000'li yılların başından itibaren uluslararası likiditeki fazlalık gelişmekte olan ekonomilere yönelmeye başlamıştır. Gelişmekte olan ekonomilerin çoğunda likidite bolluğunun etkisi ile makro ekonomik yapılarında iyileşmeler gözlenirken, ilgili ülkelerin dış finansman bolluğunun etkisi ile yapısal problemlerinin çözümlerini öteledikleri gözlemlenmiştir. Likidite bolluğunun yanında Uzak Asya (özellikle Çin) ülkelerinin düşük maliyetlerle ürettikleri mamullerin dünya piyasalarına dalga dalga yayılması, Asya dışı gelişmekte olan ekonomilerin üretim kalıplarında değişmelere neden olmaktadır. İhracata dayalı üretim yapan ülkeler dahi giderek artan biçimde ithal girdi kullanmaya başlamıştır.

Aşağıdaki diyagramda 2002 yılı ve sonrasındaki Türkiye'nin temel makro ekonomik dengesi ve bu denge için mücadele alanları izah edilmeye çalışılmaktadır. Esas itibarıyla gelişmiş ekonomilerdeki faiz oranlarındaki gerileme sonrası ortaya çıkan likidite bolluğunun aktarım kanalları ile Türkiye ekonomisini ne yönde etkilediği açıklanmaktadır.

Grafik 9: Türkiye'ye Yönelen Fon Akımlarının Etkileri



Kaynak: SPK Haftalık Para Raporu Yıl: 1 Sayı: 50

Türkiye'ye yönelik fon akımlarının artışı ilk aşamada YTL'nin değerlenmesine ve faizlerin düşmesine neden olmaktadır. İçerde faizlerin düşmesi iç talebin canlanmasına, kredi stoğunun artmasına ve Hazinesinin düşük maliyetle uzun vadeli borçlanması zincirleme reaksiyonunu başlatmaktadır. YTL'nin değerlenmesi ise enflasyonun düşmesine yardımcı olurken (enflasyon sepeti içinde döviz cinsinden kalemlerin fazla olması nedeniyle), diğer yandan ihracatın ithalata bağımlılığının ve kısa vadeli dış borçların (özellikle banka ve bankacılık dışı özel kesimin yurtdışı kısa vadeli borç artışı) artışına neden olmaktadır.

Yine bu alt kalemler arasında dinamik ve sürekli bir ilişkinin de var olduğu gözden uzak tutulmamalıdır. Şöyle ki enflasyonun düşmesi, faizlerin gerilemesi iç talep artışını, iç talep artışı kredi ve ithalat artışlarına neden olmaktadır. Bu süreç yüksek büyüme, borç stoku ve cari açıkla sonuçlanmaktadır.

Bundan ötürü, gelişmekte olan ekonomilere dolayısıyla Türkiye'ye yönelik fon akımları kritik önem arz etmektedir. Türkiye açısından, sadece sıcak paranın (kısa vadeli krediler, özel sektör borçlanmaları, portföy yatırımları “DİBS + hisse senedi net satışları”) devamı anlamında değil, aynı zamanda doğrudan yatırımların (green investment, fabrika kurma amaçlı), şirket birleşmeleri/satın almaları, özelleştirme ve TMSF satışlarının devamı bakımından da önemi bulunmaktadır.

Yalnız bu noktada faiz oranlarında yaşanmakta olan bir durum, fon akımlarının geleceği yönünde bazı çıkarımlar yapmamızı da zorlaştırmaktadır. Bu durum, Türkiye için negatif eğimli verim eğrisi ve ABD için yatay verim eğrisi durumudur. Bu neyi ifade ediyor?

Verim eğrisi kısaca faiz oranı (getiri) ile vade arasındaki ilişkiyi gösteren bir eğridir. Normalde eğrinin pozitif eğimli olması beklenir. Yani kısa vadeli enstrümanların az getiri, uzun vadeli olanların daha yüksek getiri sağlaması beklenir. ABD'deki yatay verim eğrisi durumu önümüzdeki döneme ilişkin durgunluk habercisi sayılıp sayılmayacağı hususu gerek akademik gerekse finans çevrelerinde ciddi biçimde tartışılmaktadır.

Bu durum ilk bakışta gelişmekte olan ekonomilere yönelik fon akımlarının devam edeceğinin bir habercisi gibi algılansa da orta ve uzun dönemde dünya için ciddi finansal ve reel ekonomik sonuçları olabilir. ABD'de yaşanacak bir durgunluk önce Asya, daha sonra dünya ekonomilerine dalga dalga yayılabilir.

Türkiye'deki verim eğrisinin negatif eğimli olduğu görülmektedir. Yani vade arttıkça faiz oranı/getiri düşmektedir. En yüksek getiriyi gecelik vadede Merkez Bankası sunmaktadır. Bu bir noktaya kadar anlaşılabilir, çünkü sıkı para politikası uygulaması bulunmaktadır. Ancak en uzun vadenin en düşük getiri sağlamasının açıklaması, kurumsal yatırımcı yapısında gizli bulunmaktadır.

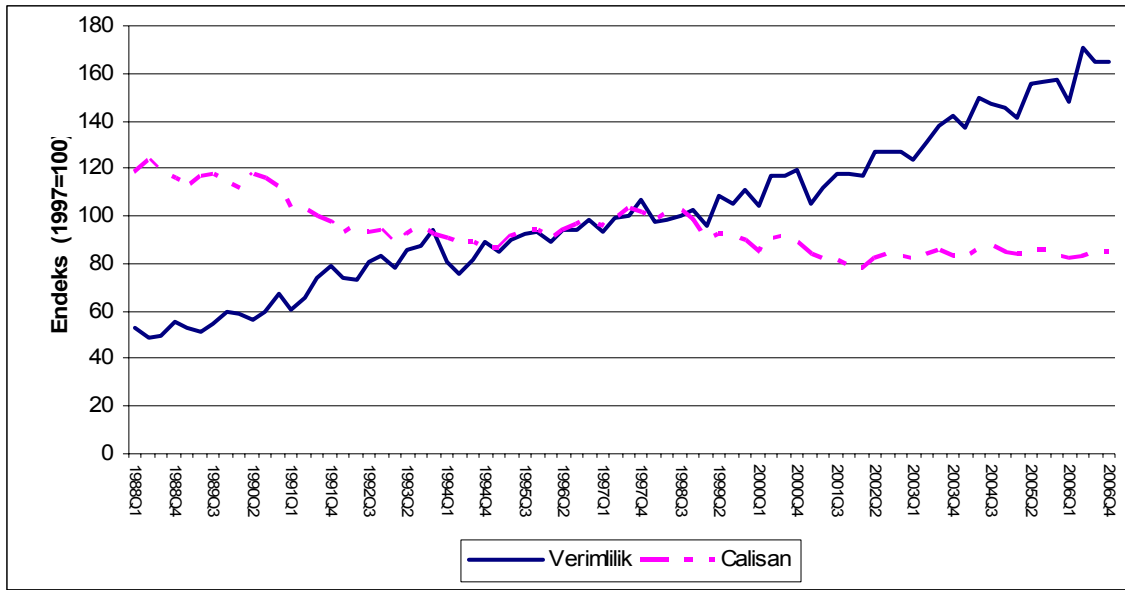
IV.2. Verimlilik ve İstihdam

İleri sürülen savlardan biri Türkiye ekonomisinin ilave istihdam olanakları yaratmadan verimlilik artışları ile büyüdüğü yönündedir. Bu savın geçerli olup olmadığına yönelik olarak imalat sanayindeki kısmi verimlilik ile yine imalat sanayinde çalışanların sayısındaki değişimleri gösteren TÜİK tarafından oluşturulmuş endekslere bakılmıştır. 1997 yılı 100 kabul edilerek kısmi verimlilik endeksindeki³ gelişmelere bakıldığında endeksin 1988

³ Kısmi verimlilik endeksi, en genel biçimiyle, yaratılan çıktının, bu çıktıyı meydana getirmek için harcanan emek girdisine oranı olarak tanımlanmaktadır. 1997=100 temel yılı “İmalat Sanayiinde Üretimde Çalışan Kişi Başına ve Üretimde Çalışılan Saat Başına Verimlilik Endeksleri”nin elde edilmesinde, çıktı olarak, İmalat Sanayi Üç Aylık Sanayi Üretim Endeks rakamları, girdi olarak ise Üretimde Çalışanlar ve Üretimde Çalışılan Saat Endeks rakamları kullanılmaktadır. Bir başka ifadeyle, kısmi verimlilik endeksleri imalat sanayi üretim endeksi rakamlarının, üretimde çalışanlar endeksine veya üretimde çalışılan saat endeksine bölünmesi yoluyla hesaplanmaktadır.

yılından itibaren sürekli artış yönünde olduğu görülmektedir. İmalat sanayinde çalışan sayısını gösteren endeks ise 1988'lerden itibaren hızla düşmüş, 1997-98 yıllarındaki hafif artış sonrası tekrar düşüş göstermiştir. 1988'de 120'lerde olan çalışan endeksi, 2006 yılında 85'e düşerken, verimlilik endeksi aynı dönemde 53'den 165'e çıkmıştır. Bir başka ifade ile 19 yılda, imalat sanayinde işgücü % 29 düşerken, verimlilik yaklaşık 2.1 kat artmıştır. Dolayısıyla Türkiye ekonomisinin ilave istihdam yaratmadan (hatta istihdamda düşüşle) verimliliği dolayısıyla büyümeyi sürdürdüğü gözlenmektedir.

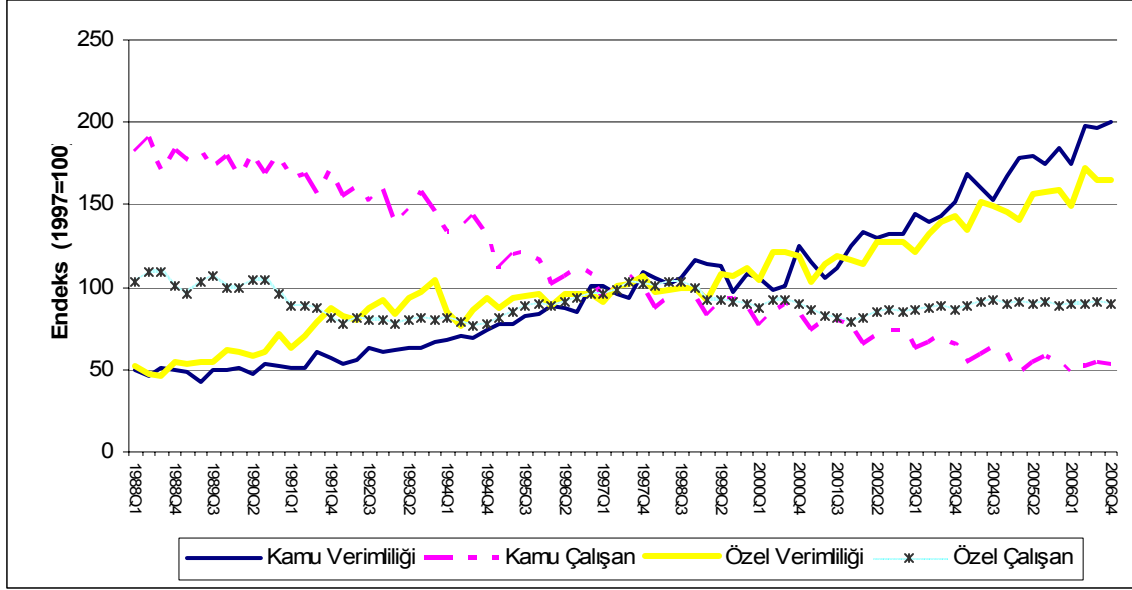
Grafik 10: İmalat Sanayinde Çalışan ve Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksindeki Gelişmeler (1988-2006; Üçer Aylık)



Kaynak: TÜİK, TCMB

Bu tespit sonrası bu gelişmenin özel kesim ve kamu kesimi arasında nasıl farklılaştığına bakmakta yarar görülmektedir. Aynı dönem için özel kesim ve kamu kesimi ayrı ayrı hesaplanan verimlilik endeksi ve çalışan endeksindeki gelişmelere bakıldığında, kamu kesimi verimlilik artışlarının özel kesim verimlilik artışından daha hızlı olduğu, buna mukabil kamu kesimindeki çalışan sayısındaki azalmanın özel kesimden daha hızlı düştüğü görülmektedir. Bunda yapısal programlar çerçevesinde verimsiz kamu işletmelerinin kapatılması ve özelleştirmeleri sonucunda kamunun baskın olduğu üretim alanlarından tedrici çekilmesinin etkisi olabilir.

Grafik 11: Kamu Kesimi ve Özel Kesim İmalat Sanayinde Çalışan ve Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksindeki Gelişmeler (1988-2006; Üçer Aylık)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

1988-2006 arasında alt sektörlerdeki duruma bakıldığında ise 21 alt sektörün 5'inde verimlilik artarken, çalışan sayısında da artış yaşanmış; 1'inde ise verimlilik düşerken istihdamın arttığı gözlenmiştir. Verimlilikle birlikte çalışanların arttığı sektörler: başka yerde sınıflandırılmamış makine ve teçhizat imalatı, taşıt araçları ve karoser imalatı, radyo ve TV haberleşme cihazları imalatı, metalik olmayan diğer mineral maddeler imalatı, plastik kauçuk ürünleri imalatıdır. Verimliliği düşerken çalışan sayısı artan tek sektör diğer ulaşım araçları imalatı sektörüdür. Ele alınan dönemde çalışan sayısı artan sektörlerin hepsi de özel sektöre ait grupta yer almaktadır.

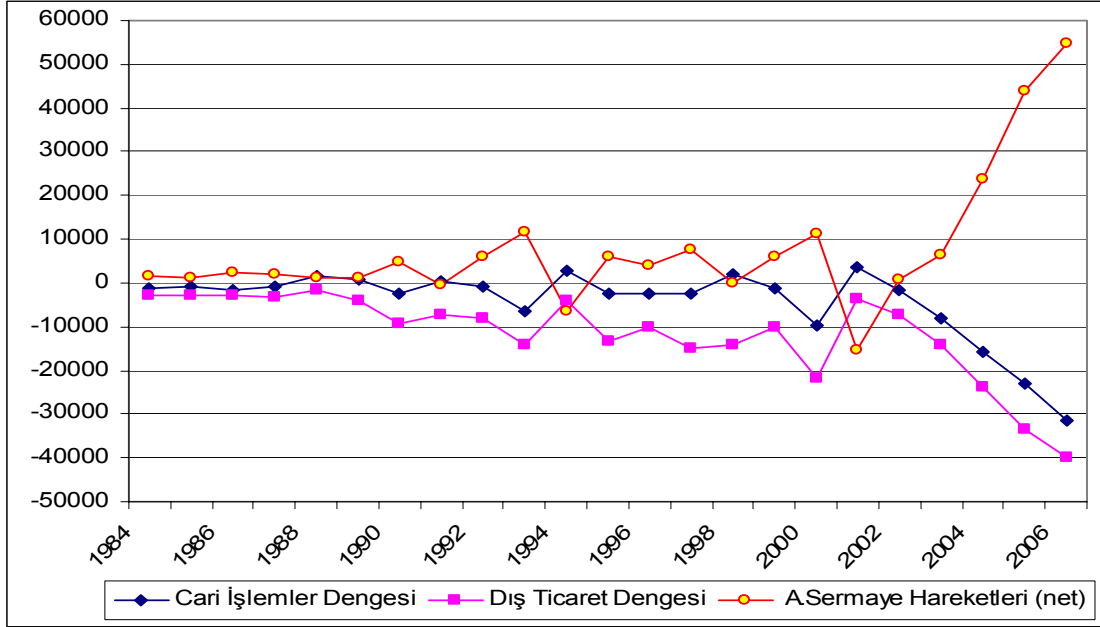
Görüldüğü üzere imalat sektöründe ciddi bir yapısal dönüşüm yaşanmaktadır. Yapısal dönüşümün temel karakteristik noktasını üretim sürecinin daha az çalışan ile yerine getirilmesidir. Üretim sürecinde kamunun özel sektöre göre üretimi daha az çalışan ile daha verimli yerine getirdiği görülmektedir. Ancak dönemsel olarak bakıldığında, kamunun bu baskınlığının 2001 ve sonrası döneme denk düştüğü görülmektedir. Dolayısıyla bu durumda 2001 sonrasında ekonominin yeniden yapılandırılması ve istikrar kazandırılmasına yönelik yapılan ekonomik programların ve yapısal reformların etkisinin olduğu düşünülmektedir.

Özel sektörün ise yeni ekonomik yapıya uyum sağlama çabalarının sürdüğü, maliyetlerini azaltabilmek, rekabet yapabilmek için daha az emekle daha çok üretim sürecine uyum sağlamaya çalıştığı gözlenmektedir. Özel sektörün ağırlıklı olarak üretim sürecinde verimliliği artırırken, bu artan verimliliği daha az çalışan ile yerine getirme gayretinde olduğu söylenebilir. Ancak kamu sektörüne nazaran istihdam gayretlerinin özel sektörde mevcut, ama sektörün genelinde istihdamı artırarak üretimin artışının oldukça sınırlı olduğu görülmektedir.

IV.3. Sermaye Hareketleri

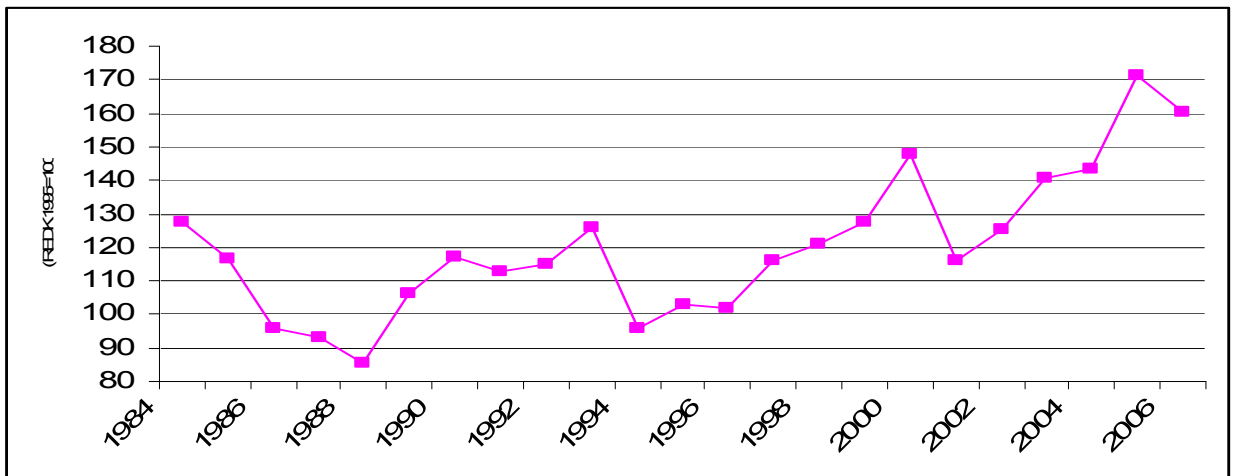
Türkiye'nin temel makro ekonomik problemlerinden biri giderek artan miktarda cari açık vermesidir. Dış ticaret açıkları ise cari açığın temel sebebidir. Türkiye cari açık verirken bu açık yine artan bir şekilde yurtdışı net sermaye akımları ile (dış finansman) kapatılmaktadır. Kriz dönemleri hariç (1994, 1998, 2001) Türkiye'ye giren net sermaye miktarı cari açık miktarının üzerinde olmuştur.

Grafik 12: Cari ve Dış Ticaret Dengeleri ile Sermaye Hareketleri

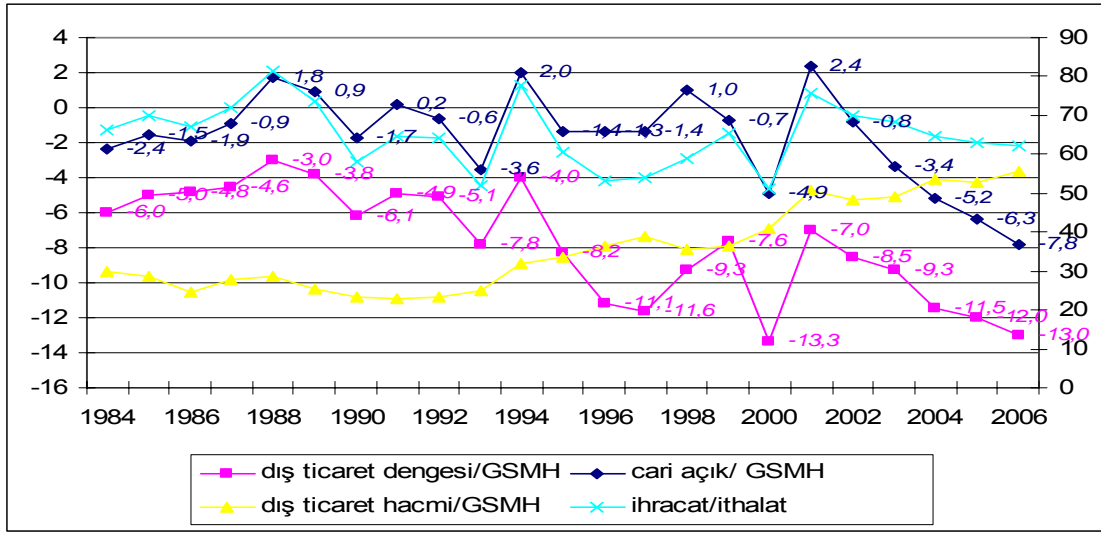


Uzun yıllar % 2 civarında dalgalanan cari açık/fazla (cari denge/GSMH) 2001 sonrasında cari açık olarak giderek artan hızda seyretmiştir. 2001 yılında kriz sonrası ekonomideki aktivite darlığının etkisiyle % 2.4 fazla veren cari denge, 2001 sonrasında cari açık vermeye başlamış ve cari açık % 0.8 seviyelerinden % 8.4' ulaşmıştır.

Grafik 13: TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (1984-2006)



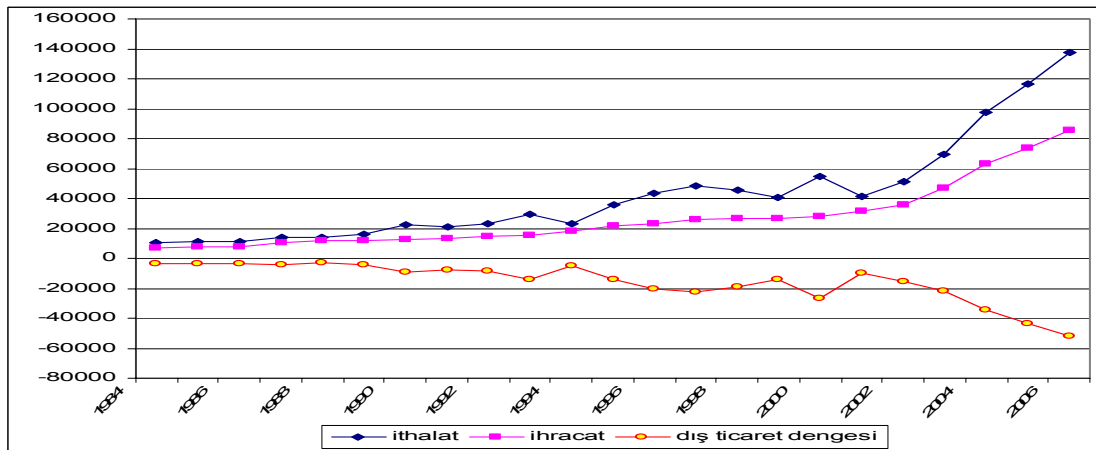
Grafik 14: Oransal Olarak Dış Ticaret ve Cari Açık (%)



IV.3.1. Dış Ticaretteki Gelişmeler ve Dış Ticaretin Kompozisyonu

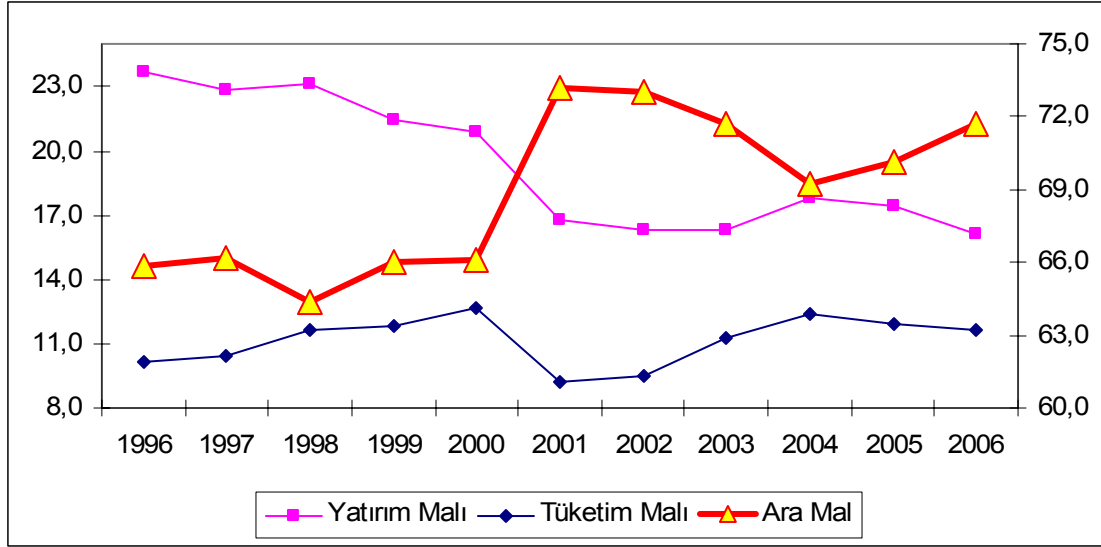
1980'lerden itibaren Türkiye dışa açık, ihracata dayalı bir büyüme stratejisi benimsemiştir. 1980'lerin başında dış ticaret hacminin milli gelir içindeki payı % 30'lardan, 2006 yılına gelindiğinde % 60'lara çıkmıştır. Dolayısıyla gerek ithalatın gerekse ihracatın milli gelir içindeki payı artmış, dünya ile rekabet olanakları konusunda gelişmeler kaydedilmiştir. Dış ticarete hacimsel olarak büyümeye karşın geçen süre içerisinde ithalatla ihracat arasındaki makasın giderek açıldığı gözlenmiştir. İhracat ithalat arasındaki farkı gösteren dış ticaret açığı 1984'te 3.6 milyar dolar iken, 2006 yılında 52 milyar dolara çıkmıştır. Dış ticaret açığının milli gelir içindeki payı aynı dönemde % 6'dan % 14'e ulaşmıştır. Ancak geçen süre içinde ihracatın ithalata, üretimin de ithalata bağımlılığı giderek artmıştır.

Grafik 15: Ticaret Kompozisyonu ve Dengesi (1984-2006 Milyon \$)



Gerek ithalat gerekse ihracat artışları ile dış ticaret hacmi yıllar içinde önemli büyüklüklere ulaşmış olmakla birlikte, dış ticaretteki ihracat aleyhine makasın açılmış olması dikkat çekicidir. Dış ticaretteki makasının açılmasının nedeni, ithalattaki artış hızının ihracattaki artış hızından yüksek olmasıdır. Dolayısıyla ithalattaki gelişmelere daha yakından bakılmasına ihtiyaç duyulmaktadır.

Grafik 16: İthalat Kompozisyonu (1996-2006; %)



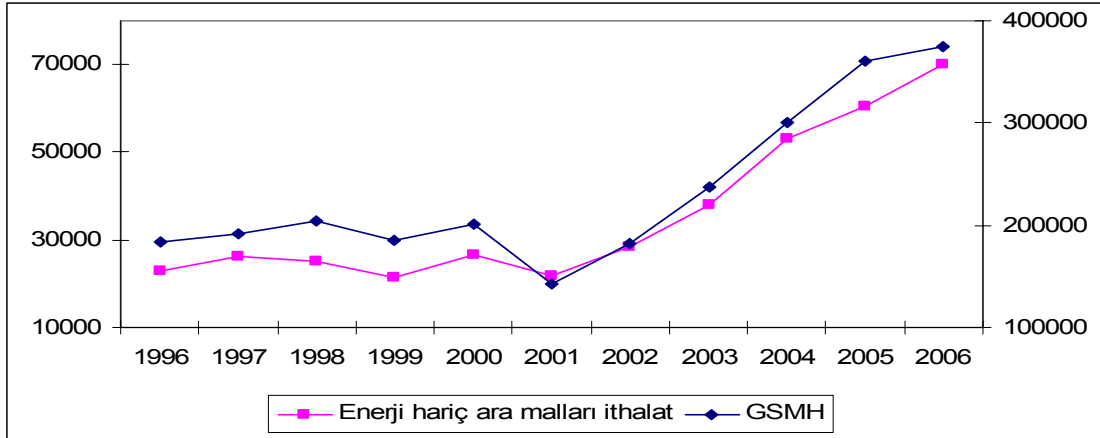
İthalatın kompozisyonuna bakıldığında toplam ithalat içinde yatırım malları ithalatının ağırlığının azaldığı, tüketim mallarının payının ise görece stabil kaldığı; buna mukabil ara malı ithalatının payının önemli ölçüde arttığı gözlenmektedir. Ara malı ithalatının toplam ithalat içinde payının artışın nedenleri arasında şunlar sayılabilir:

- Türkiye ekonomisinin büyüyor olması, ekonomi büyürken üretim sürecinde daha fazla miktarda ithal ara malı kullanılması,
- YTL'nin diğer para birimlerine karşı değerlenme süreci üretimde ithal ara malı kullanımını yerli ara malı kullanımına kıyasla daha ucuz hale getirmesi,
- Enerji ithalatının ara malları içinde sayılmış olması: Dünyadaki enerji fiyatlarındaki artış dolayısıyla ara malı ithalatının değer olarak artışına neden olmaktadır.

Yukarıda sayılan önermelerin doğruluğuna teker teker bakmakta fayda bulunmaktadır. Yapılacak olan analizde dünya enerji fiyatlarındaki son yıllardaki yüksek oranlı dalgalanmaların aramalı ithalatını değerlendirmede yanılığa neden olabileceğinden dolayı ilk aşamada enerji hariç ara malı ithalatındaki gelişmeler dikkate alınacaktır.

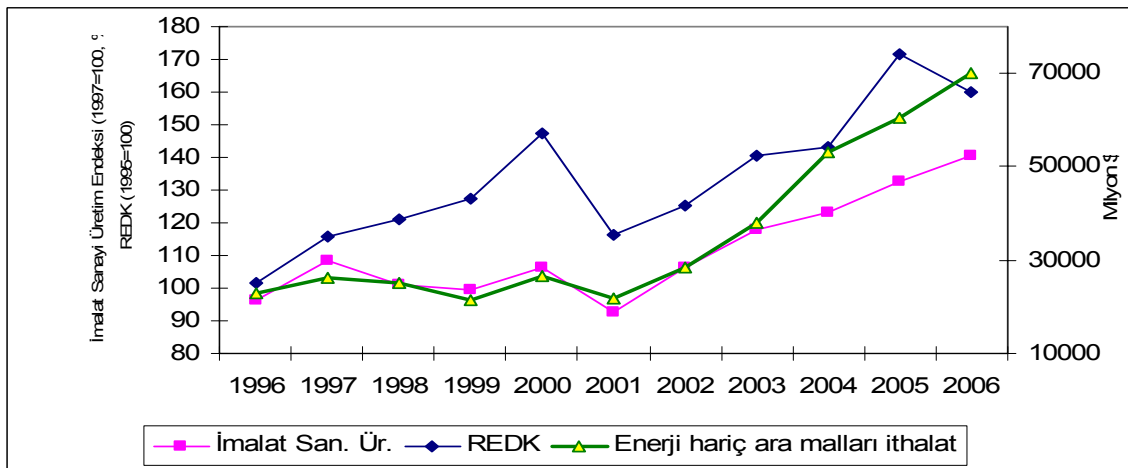
Türkiye'nin ekonomisindeki büyüme ile enerji hariç ara malı ithalatı arasında yakın bağlantı bulunduğu görülmektedir. Ekonominin büyüdüğü dönemlerde ara malı ithalatı artmakta, ekonomi küçüldüğünde ise ara malı ithalatı düşmektedir. 2001 yılında yaşanan kriz döneminde ekonominin küçülmesi ara malı ithalatında ciddi azalmaya yol açtığı grafikten görülmektedir.

Grafik 17: Büyüme ile Enerji Hariç Ara Malı İthalatı Arasındaki İlişki (Milyon \$)



Aşağıdaki grafiğin sol ekseninde imalat sanayi üretim endeksi ve reel efektif döviz kuru endeks değerleri, sağ ekseninde ise enerji hariç ara malı ithalatının parasal değeri bulunmaktadır. Grafikten görüleceği üzere imalat sanayi üretimi ile reel kur arasında bir paralellik görülmektedir. YTL'nin değerlenmesi ile sanayi üretimindeki artış arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Enerji hariç ara malı ithalatı ile imalat sanayi üretimi arasındaki yakın bağıntının 2003'ten itibaren koptuğu, aramalı ithalatının sanayi üretiminin üzerinde artış kaydettiği gözlenmektedir. Bu durum imalat sanayinde girdi olarak daha fazla miktarda ara malı ithal girdinin kullanıldığının bir göstergesi olabilir. YTL değerlenmesinin 2003 sonrasında hızlanmasının da aramalı ithalatında artışı teşvik ettiği söylenebilir.

Grafik 18: İmalat Sanayi Üretimi, Enerji Hariç Ara Malı İthalatı ve Reel Efektif Döviz Kuru Arasındaki İlişki



Bu aşamada enerji maliyetinin denkleme katılmasında fayda vardır. Türkiye ekonomisi hızla büyüyen bir ekonomidir, ekonominin enerjiye olan talebi büyüme ile birlikte artmaktadır. Türkiye'nin olduğu kadar dünyanın da son yıllarda kaydedilen büyüme ile birlikte enerjiye olan ihtiyacı artmıştır. Bir yandan dünyanın büyüme nedeniyle enerji talebinin artışı diğer yandan enerjinin önündeki dar boğaz ve sorunlar nedeniyle enerji fiyatları önemli ölçüde artmıştır.

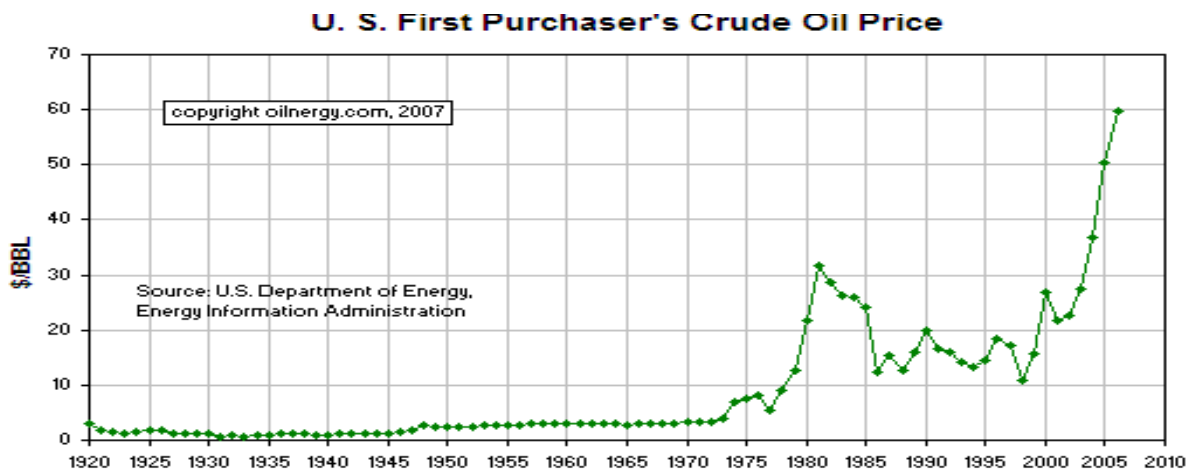
Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere Türkiye'nin yıllık enerji tüketimi ile üretimi arasında ciddi açık bulunmaktadır. Üretim ve tüketim arasındaki fark ithalat yoluyla kapatılmaktadır. Türkiye'nin miktar olarak enerji açığının üç kalem üründe yoğunlaştığı görülmektedir: Petrol, Doğalgaz ve Kömür.

Tablo 2: Türkiye'nin Enerji İhtiyacı ve Tüketimi

Enerji Türü		Tüketim	Üretim	Enerji Açığı
Taskömürü	(BinTon)	19421	2170	17251
Linyit	(BinTon)	56577	55282	1295
Asfaltit	(BinTon)	738	888	-150
Petrol	(BinTon)	30016	2281	27735
Doğal Gaz	(10 ⁶ m ³)	27314	980	26334
Hidrolik	(GWh)	39561	39561	0
Jeotermal ELEKTRİK	(GWh)	94	94	0
Jeotermal ISI	(BinTep)	926	926	0
Rüzgar	(GWh)	59	59	0
Günes	(BinTep)	385	385	0
Odun	(BinTon)	13819	13819	0
Hayvan Ve BİTKİ ART.	(BinTon)	5127	5127	0
TOPLAM	(BinTep)	91576	25185	66391

Kaynak: Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı 2005 yılı verileri

Grafik 19: Ham Petrol Fiyatları (1920-2006)



Türkiye 2003 yılına gelinceye kadar enerjiye (ham petrol, petrol ürünü, doğalgaz, mamul gaz ve kömür) 10 milyar doların altında bir bedel öderken, 2003 yılından sonra yüksek bedeller ödemeye başlamıştır. Türkiye enerjiye 2003'te 11.6 milyar \$, 2004'te 14.4 milyar \$, 2005 yılında 21.3 milyar \$ ve 2006 yılında ise 28.6 milyar \$ bedel ödemiştir. Enerji ithalatının toplam ithalat içindeki payı 2000 yılı öncesinde % 10'lar civarındayken, 2000 yılı ve sonrası dönemde % 20'lere çıkmıştır. Aşağıdaki grafikte enerji fiyatları ile enerjinin ithalat içindeki payının paralel bir trend gösterdiği görülmektedir. Örneğin 1996-2006 arasındaki 10 yıllık bir dönemde Türkiye'nin petrol ithalatı 22 ile 24 milyon ton arasında değişmiştir. Bir başka ifade ile Türkiye'nin petrol ithalatında önemli bir değişim olmazken, aynı dönemde petrol fiyatlarının varil fiyatı 20 dolar düzeyinden 60 dolar düzeyine çıkmıştır. Bu fiyat artışının Türkiye'nin ham petrol ithalatına faturası 1996 yılında 3.4 milyar dolardan 2006 yılında 10.8 milyar dolara ulaşmıştır.

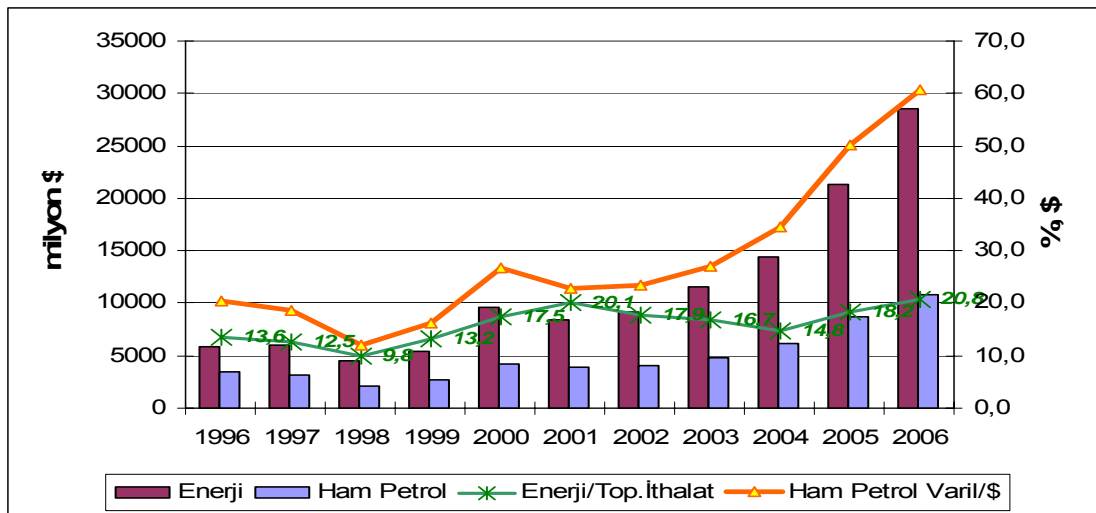
Tablo 3: Türkiye'nin Enerji İthalatı

(Milyon \$)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Enerji	5917	6068	4507	5377	9541	8339	9204	11575	14407	21256	28572
Ham Petrol	3416	3194	2084	2755	4208	3878	4088	4776	6092	8649	10870
Enerji/Top.İthalat (%)	13,6	12,5	9,8	13,2	17,5	20,1	17,9	16,7	14,8	18,2	20,8
Ham Petrol Varil/\$	20,3	18,6	11,9	16,3	26,7	22,7	23,4	26,9	34,5	50,1	60,6
Ham Petrol (Milyon Varil)	22,8	23,3	23,8	22,8	21,4	23,1	23,7	24,0	23,9	23,4	24,3

Kaynak: TÜİK, TÜPRAŞ, www.oilenergy.com (ziyaret tarihi 12.4.2007).

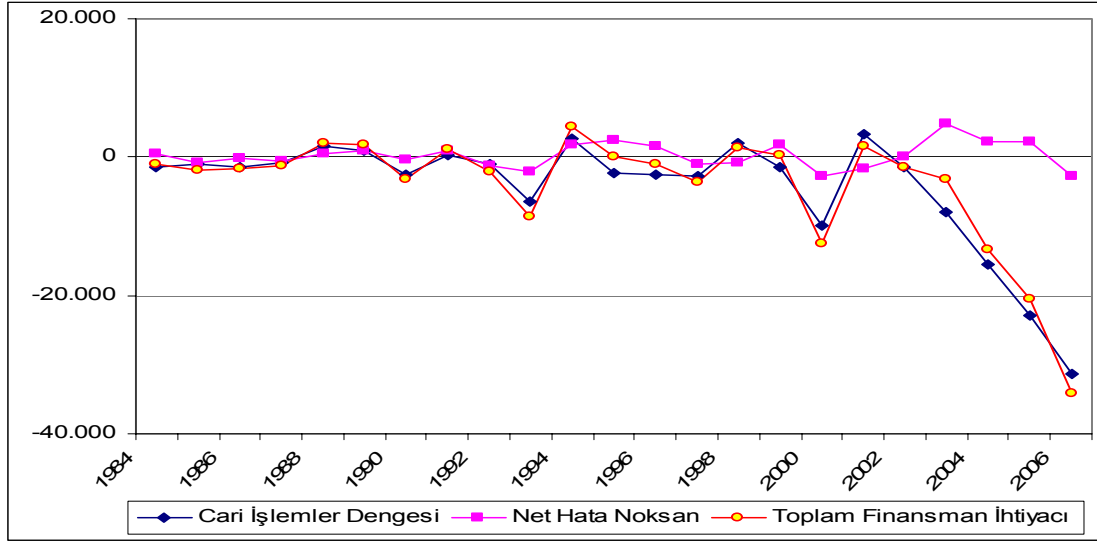
Grafik 20: Enerji İthalatının Türkiye'ye Maliyeti



IV.3.2. Dış Finansman Yapısı ve İhtiyacı

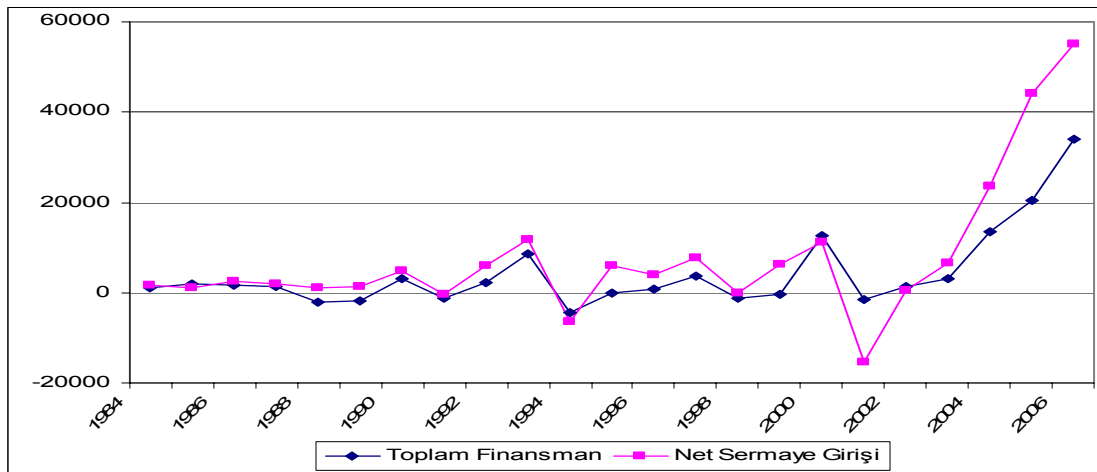
Dış ticaret ve cari denge yıllar içinde genişleyen bir açık profili çizerken, cari açığın finansmanı cephesinde olumlu bir tablo ile karşılaşmaktadır. Cari işlemler dengesine net hata noksan kaleminin eklenmesiyle bulunan toplam finansman ihtiyacının yıllar içinde artarken bu ihtiyacın karşılanmasına yönelik ülkeye giren sermaye miktarı ise katlanarak artış göstermektedir.

Grafik 21: Cari İşlemler Dengesi ve Finansman İhtiyacı (1984-2006 Milyon \$)

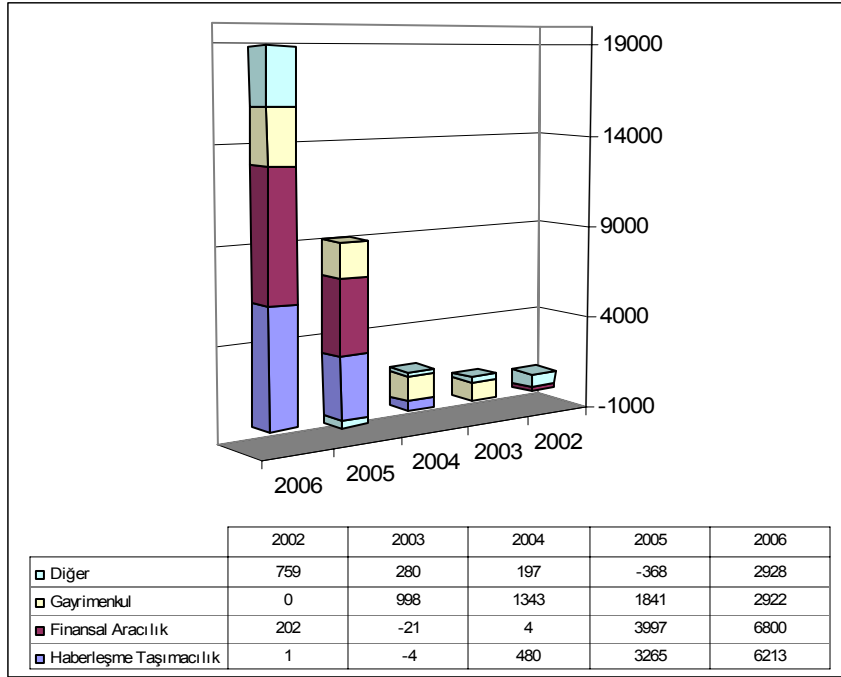


Kriz dönemleri hariç Türkiye'ye finansman ihtiyacının üzerinde sermaye girişi olduğu görülmektedir. 2002'ye kadar finansman ihtiyacı ile sermaye girişi arasındaki farkın düşük olduğu; ancak 2002'den sonra ise farkın sermaye girişleri lehine açıldığı görülmektedir. 2003 yılında 3 milyar dolar olan finansman ihtiyacı 2005 yılında 20.8 milyar dolara, 2006 yılında 34 milyar dolara ulaşmış iken, ülkeye giren net sermaye miktarı aynı tarihlerde 6.5, 44 ve 55 milyar dolar olmuştur.

Grafik 22: Finansman Gereği ve Net Sermaye Girişi (1984-2006 Milyon \$)



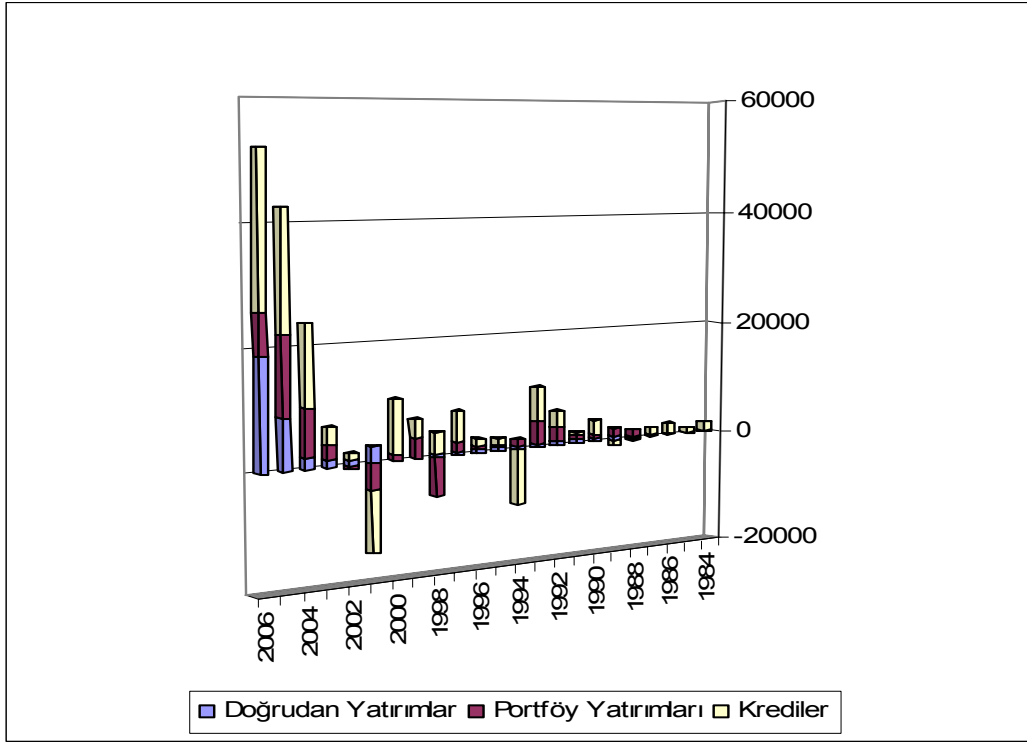
Grafik 23: Doğrudan Yatırımlar (2002-2006 Milyon \$)



Net sermaye girişleri ile birlikte finansmanın kalitesi de artmaktadır. 2004 yılında borçluluk gerektirmeyen (doğrudan yatırımların) sermaye girişlerinin toplam net sermaye girişlerine oranı % 8.3 iken, bu oran 2005 yılında % 19.5, 2006 yılında ise % 34.3 olmuştur. 2001 sonrası gerçekleştirilen başarılı özelleştirmeler, varlık satışları ve şirket birleşmeleri ülkeye giren doğrudan yatırımların artmasına neden olmuştur. 2006 yılı sonu itibariyle bu yolla net 18.9 milyar dolarlık doğrudan sermaye girmiştir.

2002 öncesi dönemlerde Türkiye ciddi bir doğrudan yatırım çekemezken, 2002 sonrası dönemde doğrudan yatırımlar konusunda cazibe merkezi haline gelmiştir. Doğrudan yatırımların kompozisyonuna bakıldığında gayrimenkul yatırımlarının 2003 ve sonrası dönemde ciddi boyutlara ulaştığı görülmektedir. 2003 yılında Türkiye'ye giren doğrudan yatırımların % 80'i gayrimenkul alımları şeklindeyken, 2003'ten sonra haberleşme ve bankacılık sektörüne artan ilginin de etkisiyle gayrimenkul yatırımları miktar olarak artsa da doğrudan yatırımlar içindeki payı görece düşmüştür. Bu oran 2004 yılında % 66, 2005'te % 21, 2006'da % 15.5'e gerilerken, yabancıların gayrimenkul alımları aynı yıllarda 1.3 milyar dolar, 1.8 milyar dolar ve 2.9 milyar dolar olmuştur. 2004 ve sonrası dönemde ise doğrudan yatırımlar haberleşme ve finansal aracılıkta yoğunlaşmıştır.

Grafik 24: Sermaye Girişleri (1984-2006 Milyon \$)



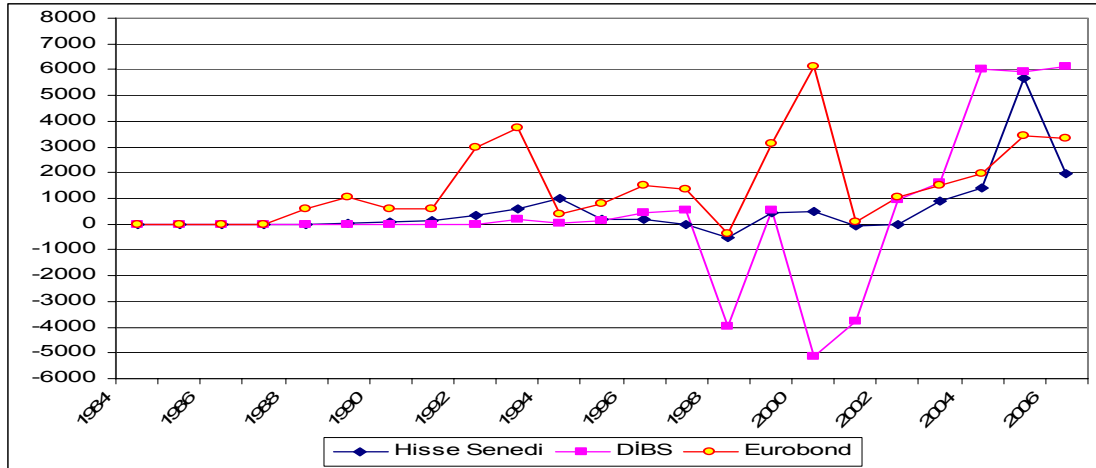
Özel sektörün yurt dışı borçlanması büyük boyutlara ulaşmıştır. Ödemeler dengesinde göze çarpan en önemli noktalardan biri kredilerdeki gelişmedir. Yıllar itibariyle aşağı yukarı toplam finansman ihtiyacı kadar ülkeye kredi girmiştir. Ancak kredilerle finansman ihtiyacı arasındaki oran değişmemekle birlikte kredi kompozisyonunun önemli ölçüde değiştiği görülmektedir. 2005 ve öncesi dönemden farklı olarak toplam kredi kompozisyonundaki ağırlığın bankacılık sisteminin kullandığı kredilerden özel kesimin kullandığı kredilere kayması söz konusudur. Bunun da önemli ölçüde özel sektörün yurtdışı borçlanmasından kaynaklandığı görülmektedir. 2003 yılında özel sektör 3.2 milyar dolar borçlanmıştır. Bu miktarın 2.1 milyar doları yapılan ithalat için kullanılan kredilerdir. 2004 yılında özel sektör 9.2 milyar dolar borçlanmış, yine bu miktarın 4.2 milyar doları ithalat nedeniyle alınan krediler iken, 2005 yılında borçlanma miktarı 13.8 milyara yükselmiş, ithalat nedeniyle kredi kullanımı 3.6 milyar dolar düzeyinde kalırken, diğer amaçlarla kullanılan kredi miktarı 10.2 milyara yükselmiştir. 2006 yılında ise özel sektörün kullandığı kredi miktarı 20.9 milyara ulaşırken bu miktarın sadece 2.2 milyar doları ithalat kaynaklıdır. Bir başka anlatımla sadece bu yılın yedi ayında özel sektör kendi faaliyet giderlerinin finansmanında yurtdışı kaynaklı olarak 18.7 milyar dolarlık kredi kullanmıştır.

Tablo 4: İMKB'de İşlem Gören Reel Sektör Şirketlerinin Yabancı Para Pozisyonları

Finansal Tablo Dönemi	Açık Pozisyon Toplamı (Milyon \$)	Net Dövizli Varlıklar Toplamı (milyon \$)	Net Açık (Milyon \$)
30.06.2003	6.600	1.100	-5.500
30.09.2003	6.500	1.000	-5.500
31.12.2003	7.600	800	-6.800
31.03.2004	8.200	2.500	-5.700
30.06.2004	10.300	1.100	-9.200
30.09.2004	9.300	1.100	-8.200
31.03.2005	8.200	2.500	-5.700
30.09.2005	9.428	2.132	-7.296
31.12.2005	10.200	900	-9.300
31.03.2006	13.100	700	-12.400
30.06.2006	15.640	1.670	-13.970
30.09.2006	15.210	1.830	-13.380

Yabancıların portföy yatırımları mobilitesinin yüksek olması nedeniyle dikkatle takip edilen göstergelerden biri olagelmıştır. Portföy yatırımlarının özellikle 32 Sayılı Karar sonrası hareketlilik kazandığı, 1995 yılına kadar hisse senedi ve eurobond ağırlıklı yapının, bu tarih sonrasında yabancıların devlet iç borçlanma senetlerine yönelmeleriyle değiştiği gözlenmektedir.

Grafik 25: Yabancıların Portföy Yatırımları (1984-2006 Milyon \$)



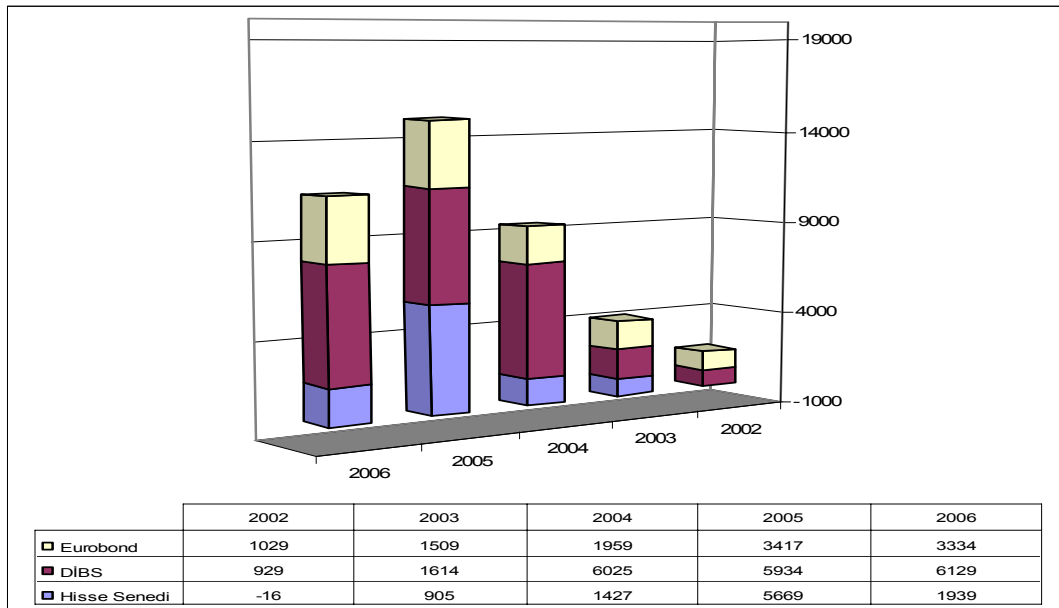
Özellikle 1998 ve 2001 krizlerinde yaşanan portföy hareketlerinde yabancı DİBS işlemlerinin belirleyici rol üstlendiği görülmektedir. 1998 yılında yaşanan finansal krizde 4.9 milyar dolarlık portföy yatırımı ülkeden çıkmıştır. Bu çıkan miktarın 4 milyar doları yabancıların DİBS satışlarından kaynaklanmıştır. Benzer şekilde 2001 yılında yaşanan krizde 3.7 milyar dolar portföy yatırımlarında azalma görülmüş, bu portföy yatırımlardaki azalmadan çok daha fazla miktarda DİBS satışı gerçekleşmiştir. Dolayısıyla bir finansal kırılganlık algılaması durumunda portföy yatırımları içinde en çok etkilenen kesim DİBS'ler olmaktadır. Eurobondların ise döviz cinsinden çıkarılmış olmaları ve uluslararası piyasalarda pazarlanma imkanlarının bulunması kriz ortamlarında bunların DİBS'lere nazaran daha az etkilenmelerine neden olmaktadır.

Tablo 5: Yabancıların Portföy Yatırımları (Milyon \$)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Hisse Senedi	191	8	-518	428	489	-79	-16	905	1427	5669	1939
DİBS	428	562	-3992	540	-5126	-3744	929	1614	6025	5934	6129
Eurobond	1491	1353	-377	3137	6110	99	1029	1509	1959	3417	3334
Portföy Yatırımları	2110	1923	-4887	4105	1473	-3724	1942	4028	9411	15020	11402

Hisse senetlerinin ise DİBS'ler kadar finansal krizlerden etkilenmediği görülmektedir. Bunda hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasanın yeterince derin (her fiyat düzeyinde alıcı ve satıcı seviyesinin düşük olması) ve likit olmamasının etkisi olduğu düşünülmektedir.

Grafik 26: Yabancıların Portföy Yatırımları (2002-2006 Milyon \$)



2001 yılı finansal krizi sonrası dönemde portföy yatırımlarının daha önceki yıllarda gözlemlenmeyen ölçüde büyüdüğü görülmektedir. Türkiye'nin makro ekonomik durumundaki iyileşme, AB ve IMF ilişkilerinin normal seviyesinde ilerlemesi uluslararası piyasalarda Türkiye'ye güveni artırmış, artan güven ortamında Türk Hazinesi rahat borçlanabilir konuma gelmiştir. Eurobond alımlarındaki (net) 2001 sonrası dönemdeki artışları bu bakış açısı ile değerlendirmekte fayda bulunmaktadır. 2003-2005 yılları arasında yabancıların hisse senetlerine olan ilgisi oldukça yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. 2003 yılında 900 milyon dolar net alımda bulunan yabancılar 2004 yılında 1.4 milyar dolar, 2005 yılında ise 5.7 milyar dolarlık net alımda bulunmuşlardır. Ancak 2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında yaşanan finansal türbülansla birlikte yabancıların hisse senedi net alımlarının 2005 yılına göre önemli oranda gerilediği görülmektedir (1.9 milyar dolar net alım).

Yabancıların DİBS alımlarının ise 2002 ve sonrasında hızla arttığı görülmektedir. 2002 yılında yabancıların net DİBS alımı 930 milyon dolar iken, 2003'te 1.6 milyar dolar, 2004, 2005, 2006 yıllarında ise 6 milyar dolar civarında olmuştur. 2006 yılında hisse senedi yatırımlarında gözlenen azalmaya kıyasla DİBS alımlarının düzeyinin düşmemesi yine Mayıs-Haziran türbülansı ve sonrasındaki gelişmelerle açıklanabileceği düşünülmektedir. Türbülans öncesi % 13.25 seviyesinde bulunan Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı, türbülansla birlikte önce % 15'e akabinde % 17.50'ye yükseltilmiştir. Bir başka ifade ile türbülans öncesi duruma kıyasla Merkez Bankasının gecelik borçlanma faiz oranı 425 baz puan artırılmıştır. Ve türbülans sonrası yapılan Hazine ihalelerinde gerçekleşen faiz oranları Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı civarında veya üzerinde oluşmuştur. Ancak Merkez Bankasının son yıllarda enflasyonla mücadelede kazandığı başarı ve itibar ile yaptığı faiz artırımları yurtiçi ve yurtdışı finansal çevrelerde talebi baskı altında tutmaya, dolayısıyla enflasyonla mücadeleye dönük uygulamalar olarak algılanmıştır. Her ne kadar 2006 yılında enflasyon hedefi biraz sapsa da (% 5 hedef, gerçekleşen enflasyon % 9.65) 2007 yılında hedefin % 4 olarak korunmuş olması piyasalara güven vermektedir. Bu güveni enflasyon beklentilerinden de okumak mümkündür. Yılsonu tüketici enflasyon beklentisinin % 7 civarında seyretmesi yılsonu hedefine bir yakınsama olduğunu göstermektedir. Yılsonu enflasyonunun hedeflenen değer civarında gerçekleşeceği beklentisinin ve hazine kağıtlarının sunduğu yüksek getirinin DİBS'e olan yabancı talebini artırdığı düşünülmektedir.

IV.3.3. Sıcak Para

Beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişimlere hızlı tepki veren sermaye akımları olarak ifade edilen sıcak para kavramı spekülasyon, aşırı dalgalanma ve hızlı hareket kabiliyeti unsurlarını içinde barındırmaktadır. Dolayısıyla sıcak paranın içeriği ve bu sıcak para unsurunun hangi yollarla ülkelere giriş yaptığının ve ülkelerin makro ekonomik göstergelerine nasıl etki yaptığının bilinmesi önemlidir.

Sıcak paranın hızlı hareket edebilme kabiliyeti nedeniyle sıcak paranın düzeyinden çok akışkanlığı daha fazla önem arz etmektedir. Sıcak para tanımı içinde ülkeye giren kısa vadeli kalemler yer almakla birlikte, son finansal krizler ekseninde bazı uzun vadeli kalemlerin de bu tanım içinde dikkate alınması gerektiği konusunda görüşler bulunmaktadır. Özellikle uluslararası finansal kuruluşlardan alınan uzun vadeli kredilerde, kredi sözleşmelerine herhangi bir risk algılaması değişiminde bu kredilerin geri çağrılabilceği hükmü konulmaya başlamıştır.

Genel tanımı içinde sıcak para unsurları içine portföy yatırımları, bankalara ve bankacılık dışı özel kesime açılan kısa vadeli krediler, kayıt dışı sermaye kalemlerini göstermesi bakımından ödemeler dengesindeki net hata ve noksan kalemi, yabancıların yurtiçi bankalarda tuttıkları kısa vadeli mevduat girmektedir. Dikkat edilirse sıcak para yabancıların ülke içinde yaptıkları sermaye hareketlerinden kaynaklanabildiği gibi özellikle borçlanma yoluyla yerlilerin sermaye hareketlerinden de kaynaklanabilmektedir.

Bu noktada Türkiye için sıcak para kaynağını yaratan kesimleri ve sıcak para kaynaklarını şu şekilde ifade edebiliriz⁴:

Yabancı Yerleşikler Tarafından Yaratılan Sıcak Para Kalemleri

- Yabancıların hisse senedi alım/satımları
- Yabancıların DİBS alım/satımları
- Eurobond alım/satımları
- Yabancı bankaların yurtiçi bankalardaki kısa vadeli mevduatları,

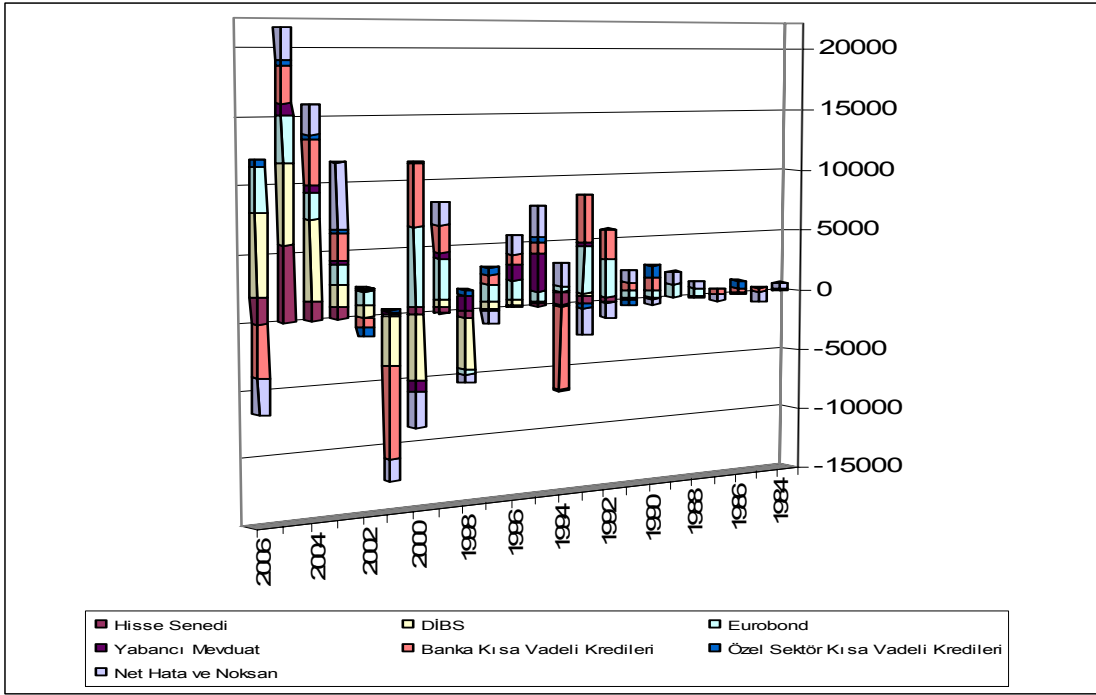
Yerliler Tarafından Yaratılan Sıcak Para Kalemleri

- Bankaların yurt dışında kullandıkları kısa vadeli krediler,
- Bankacılık dışı özel sektörün yurt dışından kullandıkları kısa vadeli krediler,
- Net Hata Noksan

Yapılan bu sınıflandırma kapsamında ilgili kalemler ödemeler dengesinden 1984-2006 yıllarını içerecek şekilde ayıklanmış ve analize tabi tutulmuştur. Yapılan analiz sonucunda aşağıdaki bulgulara erişilmiştir:

⁴ TCMB Para Politikası Raporu (2005/I) s.28

Grafik 27: Sıcak Para (1984-2006 Milyon \$)



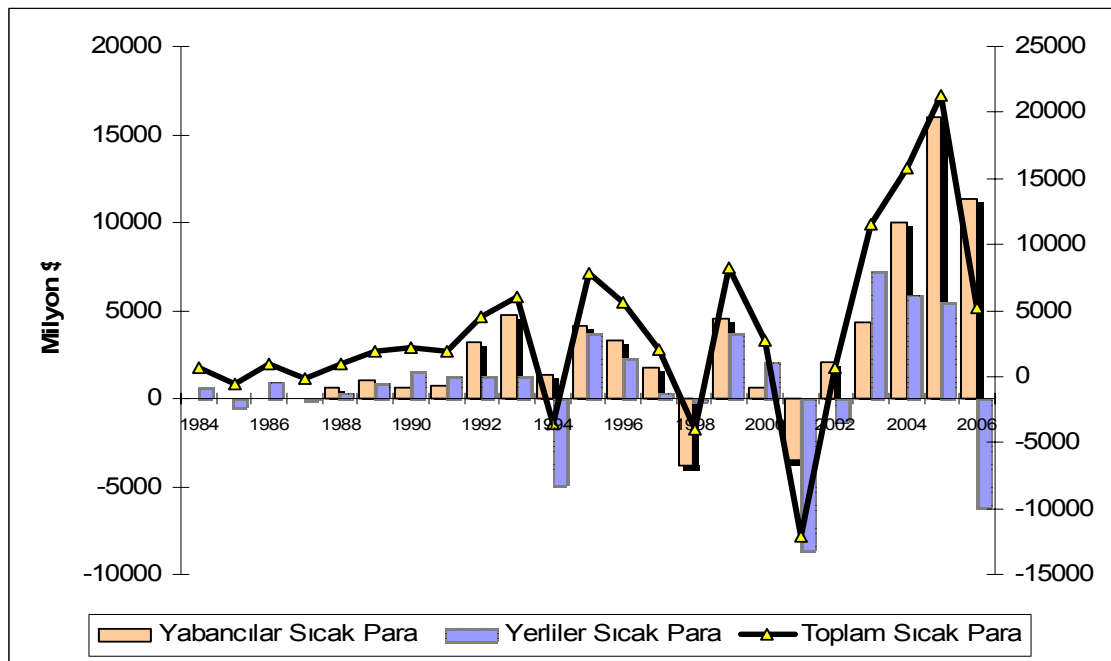
1989 yılında 32 Sayılı Karar sonrası dönemde Türkiye'ye giren sıcak para miktarı artan bir trend içinde olmuştur. 1989 yılında Türkiye'ye giren sıcak para miktarı 2.2 milyar dolardan 1993 yılında 6 milyar dolara, 1999 yılında 8.3 milyar dolara çıkmıştır. 2003 yılından sonra ise sıcak para akış hızının arttığı görülmektedir: 2003 yılında 11.5 milyar dolar olan sıcak para miktarı 2005 senesinde 21.4 milyar dolara yükselmiştir. Grafikten belli yıllarda sıcak para miktarının oldukça azaldığı hatta negatif değer aldığı görülmektedir. Bu tarihler Türkiye'nin finansal kırılganlığının arttığı dönemlere denk gelmektedir. 1994, 1998 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik kriz dönemlerinde sıcak para miktarının azaldığı önemli ölçüde yurtdışına sermaye ihracının olduğu görülmektedir. Sıcak para tanımı içinde 1994 yılında Türkiye'den yurtdışına 3.6 milyar dolar çıkış olurken, 1998 Asya krizinin etkisiyle 4 milyar dolar ve en son 2001 ekonomik krizle birlikte 12.2 milyar dolar çıkış olmuştur. Dolayısıyla sıcak para finansal kırılganlığın arttığı dönemde çıkış yönünde eğilim göstermektedir.

Sıcak paraya alt kalemleri itibariyle bakıldığında hisse senedi, DİBS yatırımları ile banka kredileri dikkat çekicidir. Ekonominin görece istikrarlı olduğu dönemlerde bu üç kaleme önemli artışlar görülürken, ekonomideki kırılganlığın arttığı dönemlerde ise önemli düşüşler ve geri dönüşler gözlenmektedir. Ancak bu kalemlerin kriz dönemleri itibariyle davranışları farklılaşmaktadır. Örneğin 1994 kriz yılında 6.6 milyar dolar banka kredileri azalma (geri ödeme) olmuşken, aynı yılda DİBS'lerde 35 milyon dolar, hisse senetlerinde ise 989 milyon dolar artış olmuştur. Bunda Krizin Nisan ayında yaşanmış olması nedeniyle sonraki aylarda risk algılamasındaki değişiklik ile yabancıların Türk menkul kıymetlerine ilgisinin artışı etkili olmuş olabilir. Asya ülkelerinde başlayıp bütün gelişmekte olan ekonomileri etkileyen 1998 kriz yılında ise en fazla tepkiyi DİBS'ler vermiş ve bu yolla yurtdışına 4 milyar dolar sermaye transfer olmuştur. Hisse senetleri yoluyla ise ülkeden 518

milyon dolar çıkarken, banka kredilerinde 63 milyon dolar gibi düşük bir giriş olmuştur. Ancak 2001 krizinin derinliği ve etki sahasının genişliği özellikle DİBS ve banka kredileri yoluyla önemli çıkışlara neden olmuştur. 2001 yılında DİBS nedeniyle 3.7 milyar dolar, banka kredileri yoluyla 7 milyar dolar çıkış olmuştur. Hisse senetleri nedeniyle çıkış 79 milyon dolar düzeyinde kalmıştır. Dolayısıyla kriz dönemlerinde üç kalem aşırı tepki vermesine karşın DİBS'lerin ve kısa vadeli banka kredilerinin verdiği tepki hisse senetleriyle karşılaştırılmayacak ölçüde büyüktür.

Kayıt dışı sermaye akımlarını temsil eden net hata noksan kalemi davranışının da kriz dönemlerindeki tepkisi dikkat çekicidir. Yukarıda ele alınan kriz yıllarında kayıt dışı sermaye çıkışının önemli ölçüde arttığı görülmektedir. 1993 yılında net hata noksan kalemi 6 milyar dolar artı bakiye verirken, 1994 krizinde 3.6 milyar dolar eksi bakiye; benzer şekilde 1997 yılında 2 milyar dolar artı 1998 yılında 4 milyar dolar eksi, 2000 yılında 2.8 milyar dolar artı, 2001 yılında ise 12.2 milyar dolar eksi bakiye vermiştir. Net hata noksan kalemiyle temsil edilen kayıt dışı sermayenin kriz dönemlerinde çıkış yönünde hareket ettiği görülmektedir.

Grafik 28: Yerli ve Yabancı Kaynaklı Sıcak Para (1984-2006 Milyon \$)

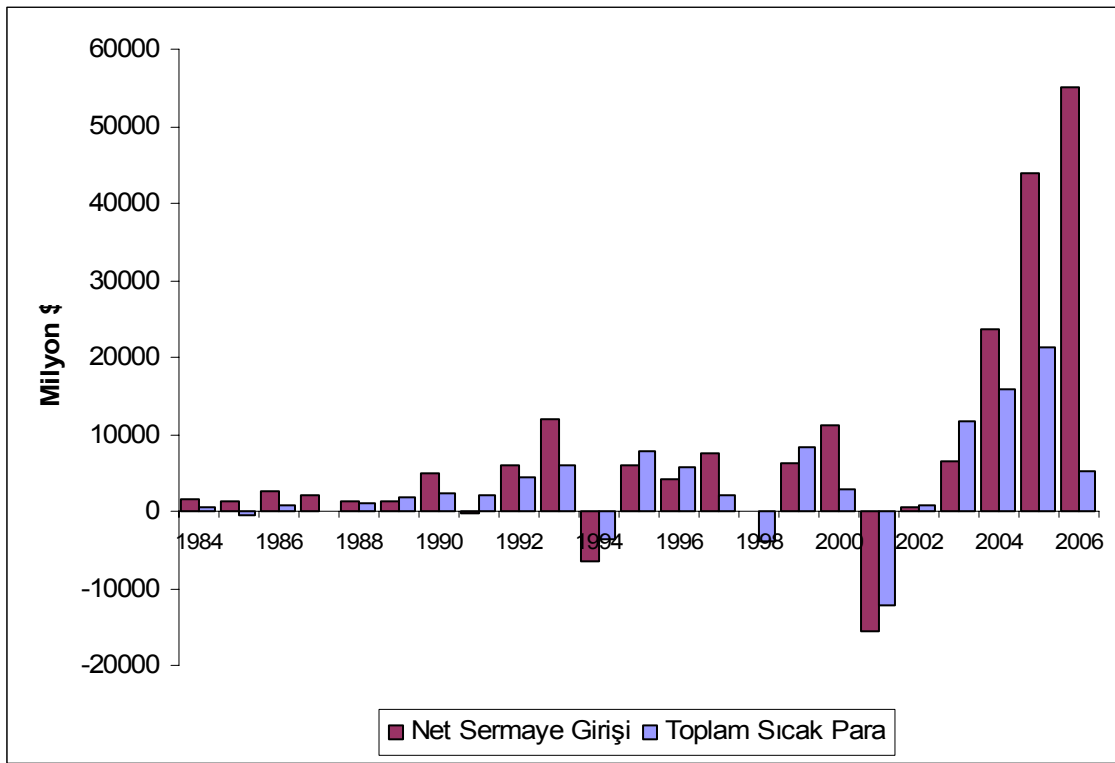


Sıcak paranın kaynaklarına kesimler itibariyle bakıldığında yabancı yerleşiklerin sıcak para girişlerinin yerleşik kişilerin sıcak para girişlerinden fazla olduğu, 1998 yılı hariç kriz dönemlerinde yerli yerleşiklerin sıcak para çıkışlarına göre yabancı sıcak para çıkışlarının daha az tepki verdiği anlaşılmaktadır. Özellikle 2002 sonrasında sıcak para girişlerinin hızlandığı, bu hızlanmanın yerli sıcak para girişlerine nazaran yabancı sıcak para girişlerinin hızından kaynaklandığı görülmektedir. Dolayısıyla yerli sıcak para girişlerinin kriz dönemlerinde tepkilerine dikkat edilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Net sermaye girişleri ile sıcak para arasındaki ilişkiyi gösteren aşağıdaki iki grafik dikkat çekicidir. Birinci grafikte 1984 ile 2006 yılları arasında net sermaye girişleri ile toplam

sıcak para arasındaki ilişki gösterilmektedir. Bu grafikte dikkati çeken noktalardan biri kriz dönemleri sonrasında sıcak para girişlerinin net sermaye girişlerinin üzerinde olmasıdır. 2001 öncesi dönemde sıcak para girişlerinin dalgalı bir seyir izlediği, ancak 2001 sonrasında önemli miktarda artış gösterdiği görülmektedir. 2005 yılında sıcak para girişlerinin 21.4 milyar dolar ile tarihi zirve değerine ulaştığı görülmektedir. 2006 yılında ise net sermaye girişleri tarihi zirve değerine ulaşmasına rağmen (55 milyar dolar), sıcak para girişi önceki yıllarla mukayese edilemeyecek ölçüde düşük (5.2 milyar dolar) kalmıştır. Bunda hisse senedi net alışlarının 1.9 milyar dolar gibi düşük kalmasının (2005 yılında bu rakam 5.7 milyar dolardı) yanında kısa vadeli banka kredilerinde 4 milyar dolarlık düşüş ve net hata noksan kaleminin 2.7 milyar dolar eksi bakiye vermesi etkili olmuştur.

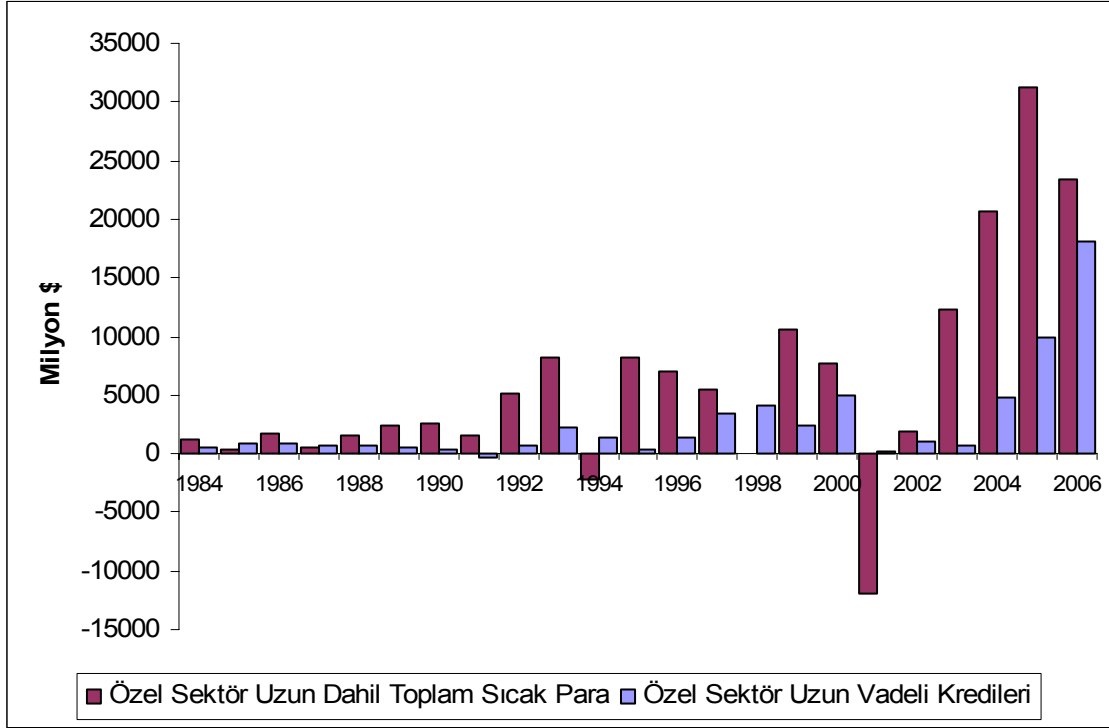
Grafik 29: Net Sermaye Girişleri ve Sıcak Para (1984-2006 Milyon \$)



2006 yılına bakılarak sıcak para girişinin azalmaya başladığı öngörüsü yapmanın güç olduğu düşünülmektedir. Çünkü kalemler itibarıyla bakıldığında DİBS net satışlarının ve eurobond satışlarının önceki yıllarda olduğu gibi yüksek düzeyde olduğu görülecektir (6.1 ve 3.3 milyar dolar). Ayrıca 2003 yılı sonrasında özel sektörün yurtdışından temin ettiği uzun vadeli kredi miktarının olağanüstü büyüklüklere ulaşmasının da analize katılması gerektiği düşünülmektedir. 2003 yılında uzun vadeli kredi olarak özel sektörün temin ettiği kredi miktarı sadece 734 milyon dolar iken, 2004 senesinde 4.8 milyar dolara, 2005'te 9.9 milyar dolara ve nihayet 2006 yılında 18.2 milyar dolara ulaşmıştır. Bu kredilerin uluslararası risk algılamasında değişme olması durumunda kısa vadeli kredilere dönüştürülme/erken çağrılma ihtimalinin bulunması da bunları yarı sıcak para konumuna sokmaktadır. Dolayısıyla toplam

risk ölçümü analizlerinde özel sektörün yurtdışından temin ettiği uzun vadeli kredilerinin de hesaplamalarda dikkate alınması gerektiği düşünülmektedir.

Grafik 30: Bankacılık Dışı Özel Kesimin Uzun Vadeli Yurtdışı Borçlanması ve Özel Kesim Uzun Vadeli Borçlanma Dahil Toplam Sıcak Para(1984-2006 Milyon \$)



Bankacılık dışı özel kesimin uzun vadeli kredilerini klasik tanımdaki sıcak para kapsamına dahil ettiğimizde özellikle sıcak paranın 2006 yılında da çok azalmadığı hatta, 2005 yılı hariç, önceki yıllardan daha hızla arttığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Özellikle doğrudan sermaye girişleri, finansal çalkantıya rağmen rezervlerin azalmasını önlemektedir. Toplam finansman ihtiyacının çok üzerinde sermaye girişleri Merkez Bankası döviz rezervlerinde artışa neden olmaktadır. 2006 yılı Ağustos ayı itibariyle (12 aylık) 55.4 milyar dolarlık net sermaye girişiyle 32.6 milyar dolarlık finansman ihtiyacı karşılanmış, 4.6 milyar IMF'ye borç geri ödemesinde bulunulmuş, 18.2 milyar dolarlık da rezerv birikiminde bulunulmuştur. 2003 yılında 33.6 milyar dolar olan Merkez Bankası döviz rezervi, 2005 yılında 50.5 milyar dolara, 2006 Eylül ayı itibariyle de 58.5 milyar dolara çıkmıştır.

IV.3.4. Borçlanma

Türkiye'nin borç stoku 2001 krizine kadar hızlı bir artış göstermiş, bu tarihten sonra ise iniş yönünde eğilim göstermiştir. Borç düzeyinin geldiği düzey 2001 krizi öncesi dönemin üzerinde bulunmaktadır. 1996'da % 60 seviyelerinde bulunan toplam borç stokunun GSMH'ya oranı 2001 krizinde % 134'e çıkmıştır. 2006 yılında ise % 96'lara gerilemiştir. Değer olarak bakıldığında 1996 yılında 109 milyar dolar olan toplam borç stoku, 2001'de 198 milyar dolara, 2006 yılında ise 384 milyar dolara ulaşmıştır.

Tablo 5: Toplam Borç Stoku Ve Milli Gelir İçindeki Payı (Milyon \$; %)

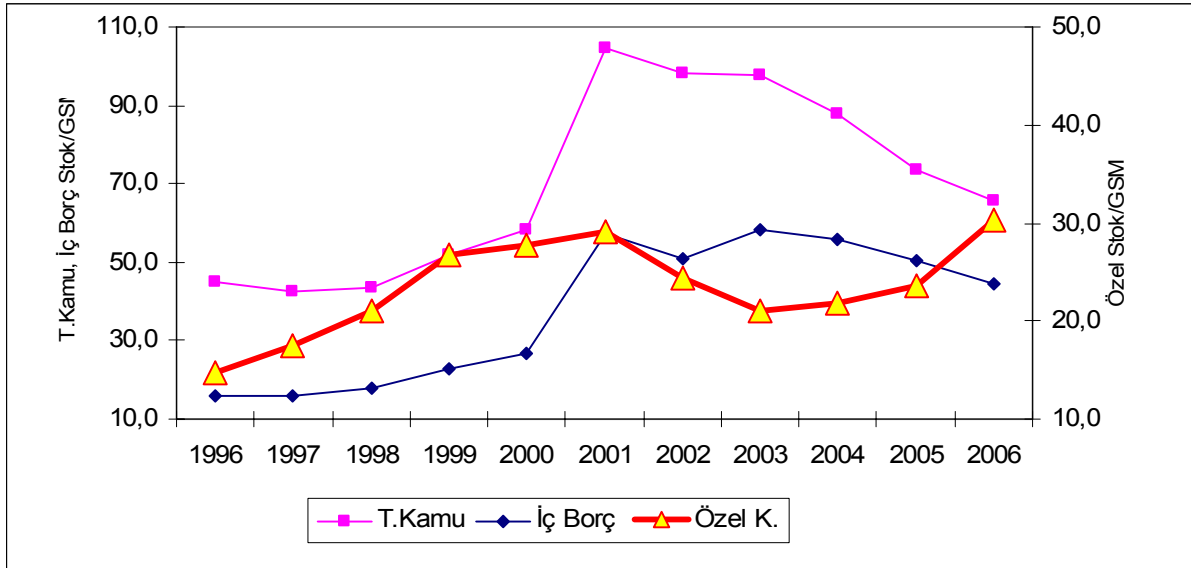
YILLAR	GSMH	İÇ BORÇ STOKU	DIŞ BORÇ STOKU			TOPLAM BORÇ STOKU	GSMH PAYI (%)				TOPLAM BORÇ STOKU
			KAMU	Özel	TOPLAM		İÇ BORÇ STOKU	DIŞ BORÇ STOKU			
								KAMU	ÖZEL	TOPLAM	
1996	182.824	29.292	52.565	26.821	79.386	108.678	16,0	28,8	14,7	43,4	59,4
1997	192.438	30.688	50.674	33.560	84.234	114.923	15,9	26,3	17,4	43,8	59,7
1998	206.559	37.135	52.715	43.549	96.264	133.399	18,0	25,5	21,1	46,6	64,6
1999	185.266	42.437	53.524	49.602	103.125	145.562	22,9	28,9	26,8	55,7	78,6
2000	201.439	54.216	62.702	55.801	118.503	172.720	26,9	31,1	27,7	58,8	85,7
2001	148.215	84.857	70.453	43.139	113.592	198.449	57,3	47,5	29,1	76,6	133,9
2002	180.892	91.691	85.613	44.088	129.701	221.393	50,7	47,3	24,4	71,7	122,4
2003	239.235	139.262	93.869	50.391	144.260	283.522	58,2	39,2	21,1	60,3	118,5
2004	299.475	167.262	95.232	65.557	160.789	328.051	55,9	31,8	21,9	53,7	109,5
2005	360.876	182.265	83.665	85.143	168.808	351.073	50,5	23,2	23,6	46,8	97,3
2006	399.673	177.956	85.254	121.217	206.471	384.428	44,5	21,3	30,3	51,7	96,2

Toplam borç stokunun kompozisyonuna bakıldığında iç borç stokunun milli gelir içindeki payının kamunun dış borç stoku milli gelire oranından daha yavaş bir tempoda düştüğü görülmektedir. Hatta iç borcun milli gelir içindeki payı 2001 krizine kadar hızla artmasına rağmen, 2003 yılında 2001 kriz yılının da üzerine çıkmıştır. Bunda Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleriyle birlikte fona devredilen bankaların açık döviz pozisyonlarının düzeltilmesi, takas ihaleleri ile bankaların ellerindeki kısa vadeli TL cinsi senetlerin uzun vadeli döviz cinsi ve dövize endekli ve değişken faizli TL cinsi senetlerle değişiminin etkisi kadar, kamu bankalarının görev zararları karşılığı yüksek miktarda değişken faizli senetlerin de etkisi bulunmaktadır⁵. Dolayısıyla iç borçta 2001-2003 arasında gözlenen önemli artışta krizle birlikte borçlanma koşullarının kötüleşmesinin yanında, bankacılık sisteminin rehabilitasyonu için getirilen düzenleme ve borçlanmaların da etkisi bulunmaktadır. İç borç stokunun milli gelir içindeki payı 2003 sonrasında gerilemesine rağmen, dış borç stokunda dalgalı bir seyrin hakim olduğu görülmektedir. 2001 kriziyle birlikte dış borç stokunun milli gelir içindeki payı % 77'ye ulaşmış, sonraki yıllarda bir düşüş süreci başlamıştır. Ancak 2006 yılında dış borç

⁵ Yılmaz, E. ve B. Gürcihan "Türkiye'de Kamu Borç Stokunun Yapısı" TCMB, Şubat 2007, s.6

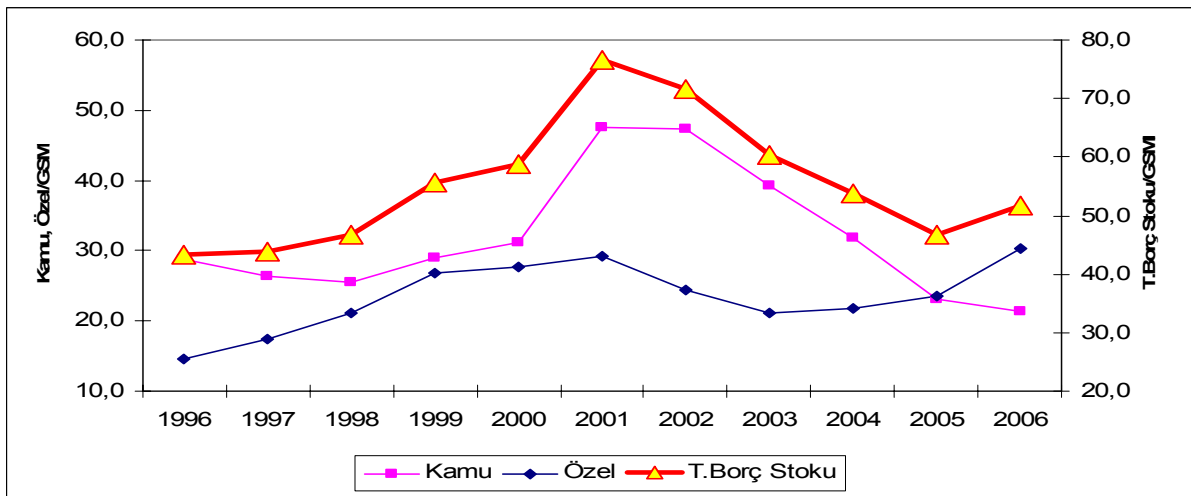
stokunun tekrar arttığı görülmektedir. Burada dış borç stokunun alt ayrımlarına bakıldığında kamunun dış borç stokunun milli gelir içindeki payının 2002 yılından sonra hızla düştüğü görülmeye rağmen, özel sektörün dış borç stokunun 2002 sonrasında yükseliş trendinde olduğu görülmektedir. 2001 krizinde % 29'a ulaşan özel sektörün dış borcunun milli gelire oranı 2006 yılında % 30.3'e ulaşmıştır.

Grafik 31: Borç Stokunun Kompozisyonu (1996-2006; GSMH %)



Dolayısıyla özel sektörün borç stokunun milli gelire oranındaki artış, kamunun borç stokunun milli gelir içindeki oranı azalmasına rağmen toplam dış borç stokunun artmasına neden olmaktadır.

Grafik 32: Dış Borç Stokunun Kompozisyonu (1996-2006; GSMH %)



Tablo 6: Özel Kesim Borç Stoku Ve Milli Gelir İçindeki Payı (Milyon \$; %)

Yıllar	ÖZEL KESİM DIŞ BORÇ STOKU (Milyon \$)									GSMH PAYI (%)		
	Finansal Kuruluşlar			Finansal Olmayan Özel Kesim			TOPLAM ÖZEL			Finansal Kuruluş	Finansal Olmayan Özel Kesim	Toplam Özel Kesim
	Kısa Vade	Orta ve Uzun V.	Finansal Kuruluş Toplam	Kısa Vade	Orta ve Uzun V.	Finansal Olmayan Özel Toplam	Kısa Vade	Orta ve Uzun V.	Toplam Özel Kesim			
1996	8.419	3.354	11.773	7.669	7.379	15.048	16.088	10.733	26.821	6,4	8,2	14,7
1997	8.503	5.535	14.038	8.245	11.277	19.522	16.748	16.812	33.560	7,3	10,1	17,4
1998	11.159	6.879	18.038	8.710	16.801	25.511	19.869	23.680	43.549	8,7	12,4	21,1
1999	13.172	7.482	20.654	9.063	19.885	28.948	22.235	27.367	49.602	11,1	15,6	26,8
2000	16.900	7.581	24.481	9.748	21.571	31.319	26.648	29.153	55.801	12,2	15,5	27,7
2001	7.997	4.789	12.786	7.654	22.699	30.353	15.651	27.488	43.139	8,6	20,5	29,1
2002	6.344	4.716	11.060	8.425	24.603	33.028	14.769	29.319	44.088	6,1	18,3	24,4
2003	9.692	5.152	14.844	10.461	25.086	35.547	20.153	30.238	50.391	6,2	14,9	21,1
2004	14.529	8.418	22.947	14.064	28.546	42.610	28.593	36.964	65.557	7,7	14,2	21,9
2005	17.740	15.890	33.630	16.599	34.914	51.513	34.339	50.804	85.143	9,3	14,3	23,6
2006	19.830	28.761	48.591	19.591	53.035	72.626	39.421	81.796	121.217	12,2	18,2	30,3

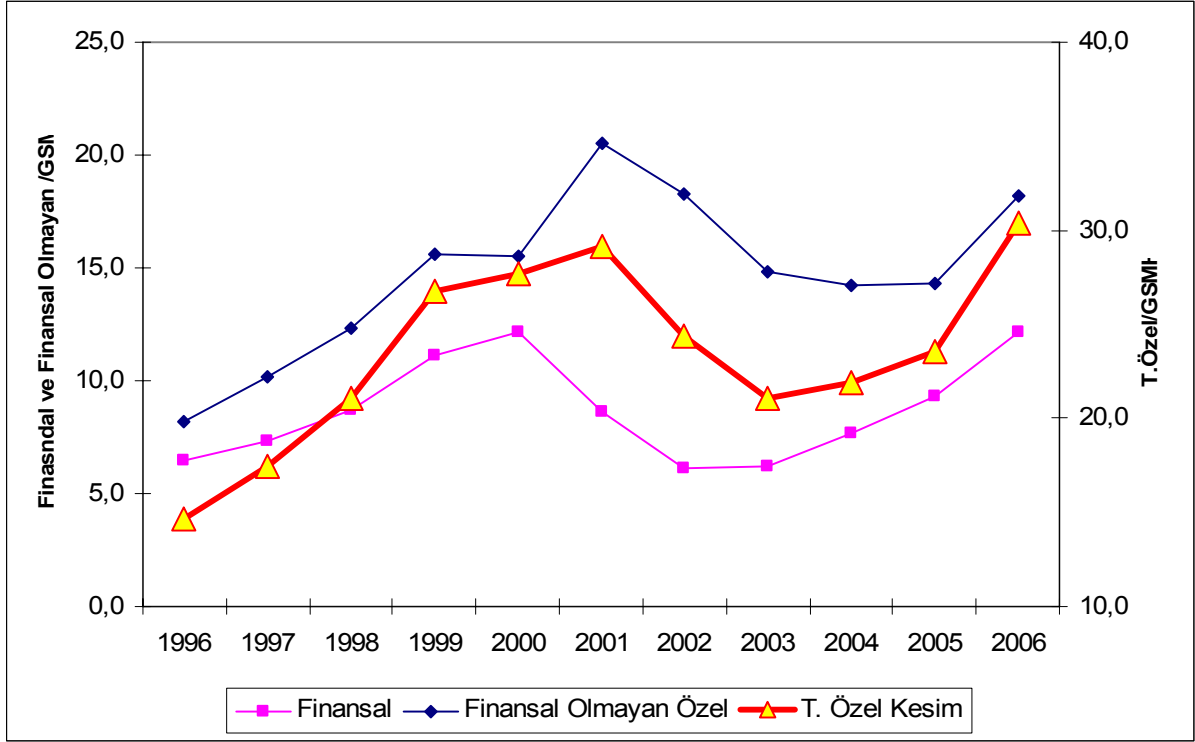
Kaynak: TCMB

Dış borç stokundaki artışın özel sektörün dış borç stokundaki yükselmeden kaynaklanması nedeniyle bu sektöre daha yakından bakmak gerektiği düşünülmektedir. 1996 yılında özel sektörün borç stokunun milli gelir içindeki payı % 14.7 iken 2006 yılında % 30.3'e ulaşmıştır. 1996'da özel sektörün toplam dış borç stoku 26.8 milyar dolar iken, 2006 yılında 121.2 milyar dolara çıkmıştır.

Özel sektör içinde finansal kurumların dış borcunun milli gelire oranı % 6.4'ten % 12.2'ye çıkarken, finansal olmayan özel sektörün dış borcunun milli gelire oranı % 14.7'den % 30.3'e çıkmıştır. Finansal kuruluşların 1996 yılında 11.8 milyar dolar olan dış borçları 2006'da 48.6 milyar dolara, aynı dönemde finansal olmayan özel sektörün dış borcu ise 15 milyar dolardan 72.6 milyar dolara yükselmiştir. Görüldüğü üzere 10 yıllık dönemde finansal kuruluşların dış borcu 36.8 milyar dolar, finansal olmayan özel sektörün ise 57.6 milyar dolar artmıştır. Finansal kuruluşların 1996-2000 arasında dış borçları hızla artarak 11.8 milyar dolardan 24.5 milyar dolara ulaşmış, 2001 krizi sonrasında bankaların borçların tasfiyesine yönelik rehabilitasyon programıyla önemli ölçüde azalmış ve 2002 senesinde 11

milyar dolara kadar gerilemiştir. Ancak 2002 yılı sonrasında finansal kurumların dış borçlarının hızla arttığı görülmektedir.

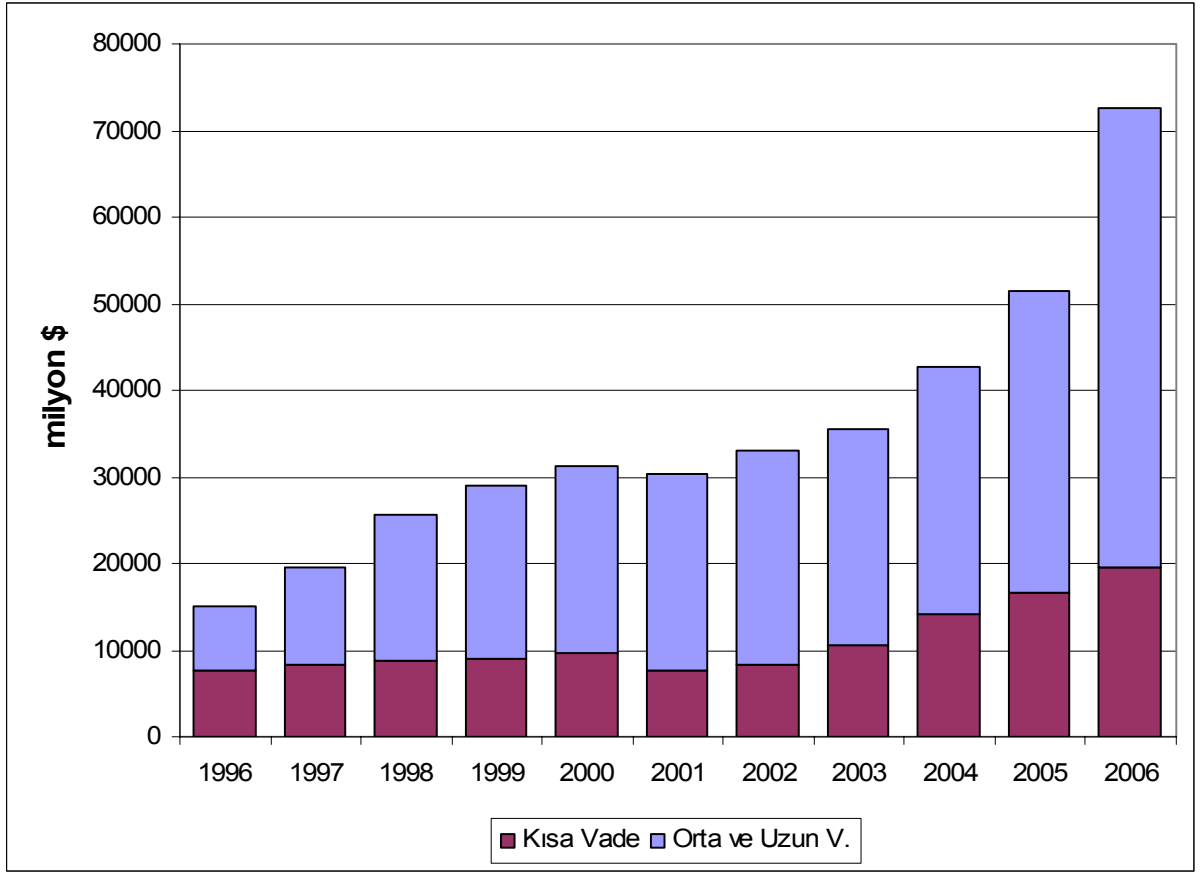
Grafik 33: Finansal Kurumların ve Finansal Olmayan Özel Kesimin Dış Borç Stoku Kompozisyonu (1996-2006; GSMH %)



Finansal olmayan özel kesimin dış borçlarının ise finansal kurumların dış borçlarının aksine sürekli bir artış trendinde olduğu görülmektedir. 1996-2001 arasında yaklaşık 15 milyar dolar dış borç artışına karşılık, 2001 sonrasında 32.6 milyar dolarlık bir dış borç artışı görülmektedir.

Dolayısıyla finansal kurumlar ile finansal kurumların 2001 sonrasında borç artışının irdelenmesi gerektiği düşünülmektedir. Neticede finansal kurumlar yurtdışından temin ettikleri borçları yurtiçinde finansal olmayan özel sektöre kullanmış olabilirler.

Grafik 34: Finansal Olmayan Özel Sektörün Dış Borç Stoku ve Kompozisyonu (1996-2006)



Özel kesimin dış borçlanmasının vade kompozisyonuna bakıldığında son yıllarda giderek artan bir şekilde uzun vadeli borçlanmanın etkisiyle dış borç stoklarında uzun vadenin ağırlık kazandığı söylenebilir. Özellikle 2001 krizi sonrasında özel sektörün hem kısa hem de uzun vadeli borç stokunun arttığı görülmekle birlikte uzun vadeli stokun daha hızlı arttığı görülmektedir. 2001 yılında 15.6 milyar dolar kısa vadeli dış borç stokuna karşılık, 27.5 milyar dolarlık orta ve uzun vadeli dış borç stoku bulunmaktadır. Finansal kuruluşların 2005 yılına kadar olan kısa vadeli dış borç stoku ağırlığının, 2006 yılında uzun vadeye kaydığı görülmektedir.

Finansal olmayan özel sektörün dış borç stokunun vade dağılımına bakıldığında, finansal kuruluşların aksine bu sektörde yıllar itibariyle uzun vadeli dış borç stokunun ağırlıkta olduğu, ancak bu ağırlığın 2001 sonrasında giderek arttığı görülmektedir. 2001 yılında bu sektörün 7.7 milyar dolarlık kısa vadeli dış borcuna karşılık 22.7 milyar dolar orta ve uzun vadeli dış borcu bulunurken, 2006 yılında bu rakamlar sırasıyla 19.6 milyar dolar ve 53 milyar dolara çıkmıştır.

V. SERMAYE AKIMLARINA YÖNELİK AMPİRİK ÇALIŞMA

Bu bölümde ampirik sonuçlar verilmiştir. Bölüm V.1’de çalışmada kullanılan seriler, serilerin grafikleri ve betimleyici istatistikleri sunulmuştur. Bölüm V.2’de değişkenler analize uygun hale getirilmiş, Bölüm V.3’de net sermaye hareketlerini kullanılan değişkenlerle açıklayacak en uygun modelin kurulması amaçlanmış, kurulan modelin varsayımlarının doğruluğu test edilmiştir.

V.1. Veri

Bu çalışmada, bağımlı değişken olarak net sermaye hareketlerinin Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)’ya oranı (%); bağımsız değişkenler olarak ise bütçe dengesinin GSMH’a oranı (%), kısa vadeli dış borçların brüt rezervlere oranı (%), enflasyon, reel faiz oranı farkı ve Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) bazlı reel efektif döviz kuru endeksi (1995=100) kullanılmıştır. Net sermaye hareketleri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)’den alınan veriler derlenerek oluşturulmuştur. Bütçe dengesi verileri Maliye Bakanlığı Muhasebat Genel Müdürlüğü’nden temin edilmiştir. Enflasyon rakamları Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK)’den elde edilen 1978–1979 temel yıllık Tüketici Fiyatları Endeks rakamlarının yıllık değişimi alınmış halidir. Reel faiz oranı farkı hesaplanırken, yabancı reel faiz oranı olarak Dünya Bankası veritabanından (WDI) elde edilen Amerikan reel faiz oranı, r^* , kullanılmış; Uluslararası Para Fonu (IMF)’den elde edilen Türkiye reel faiz oranı, r ’den, çıkarılmıştır. Dış borçlar, brüt rezervler ve reel efektif döviz kuru endeksi TCMB’den temin edilmiştir. IMF tanımına göre ondokuz ülkeye göre (Belçika, Almanya, İspanya, Fransa, İsviçre, Hollanda, İtalya, İngiltere, ABD, Japonya, İsveç, Avusturya, Kanada, Kore, Tayvan, İran, Brezilya, Çin, Yunanistan) hesaplanmış reel efektif kur endeksi (1995=100) fiyat endeksi olarak tüketici fiyatları kullanılmıştır. Veriler yıllık bazda ve 1984 – 2006 tarihi aralığındadır. Kullanılan serilere ilişkin kısaltmalar aşağıdaki gibidir:

sh_gsmh	: net sermaye hareketlerinin GSMH’a oranı (%) ,
$d(sh_gsmh)$: sh_gsmh serisinin 1. farkı, $sh_gsmh - sh_gsmh(-1)$,
bd_gsmh	: bütçe dengesinin GSMH’a oranı (%) ,
$d(bd_gsmh)$: bd_gsmh serisinin 1. farkı, $bd_gsmh - bd_gsmh(-1)$,

db_br : kısa vadeli dış borçların brüt rezervlere oranı (%),

$d(db_br)$: db_br serisinin 1. farkı, $db_br - db_br(-1)$,

enf : 1978-1979 temel yıllı Tüketici Fiyatları Endeks rakamlarının yıllık yüzde değişimi,

$d(enf)$: enf serisinin 1. farkı, $enf - enf(-1)$,

$r-r^*$: reel faiz oranı farkı,

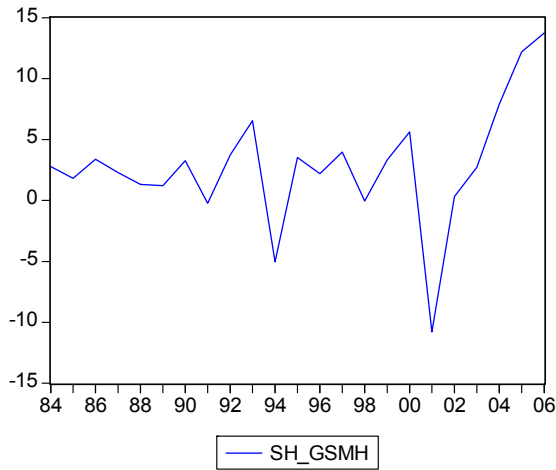
$d(r-r^*)$: $r-r^*$ serisinin 1. farkı, $(r-r^*) - (r-r^*)(-1)$,

$redk$: TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksi,

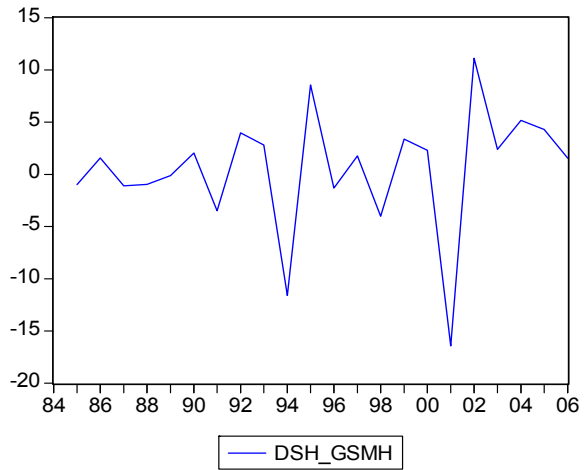
$d(redk)$: $redk$ serisinin 1. farkı, $redk - redk(-1)$.

Çalışmada kullanılan değişkenlerin ve farklarının zaman serisi grafikleri Grafik 35 – 46’da verilmiştir.

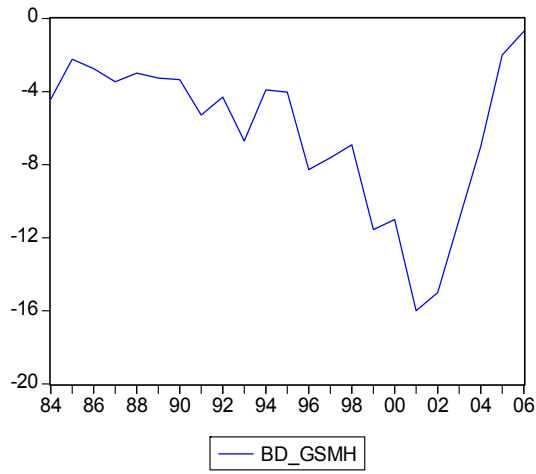
Grafik 35: sh_gsmh Zaman Serisi



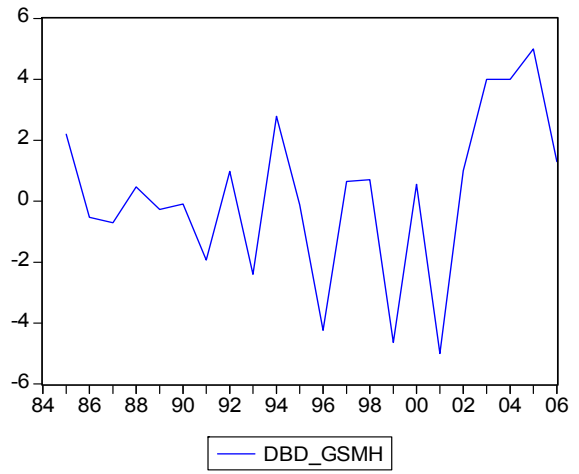
Grafik 36: $d(sh_gsmh)$ Zaman Serisi



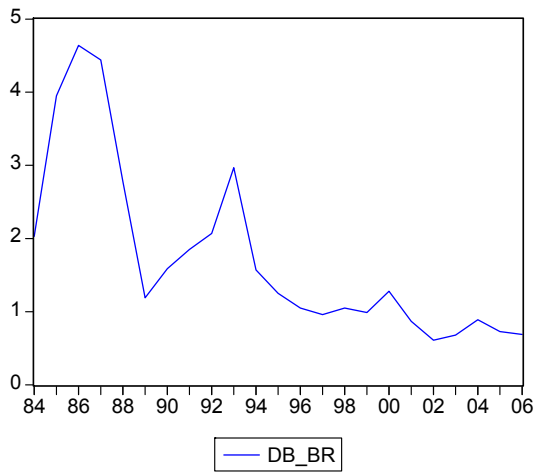
Grafik 37: bd_gsmh Zaman Serisi



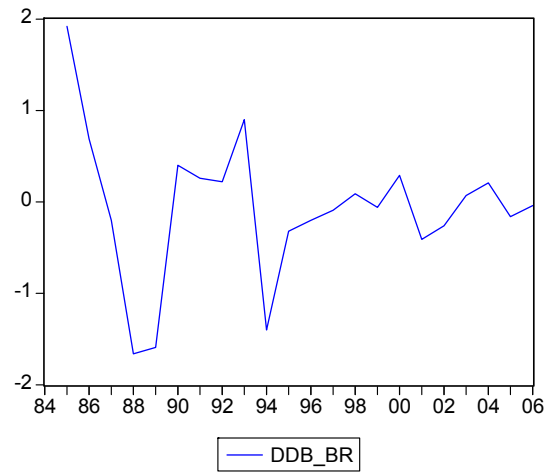
Grafik 38: $d(bd_gsmh)$ Zaman Serisi



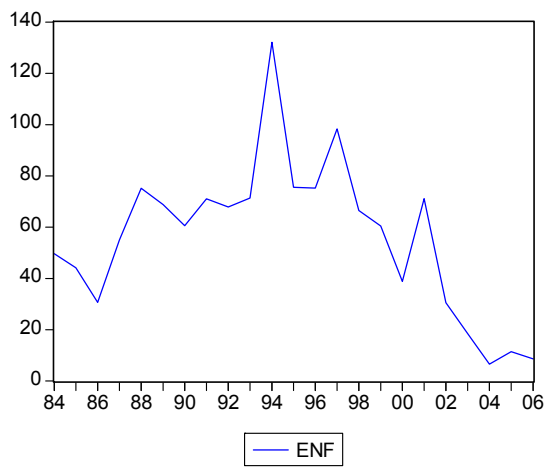
Grafik 39: db_br Zaman Serisi



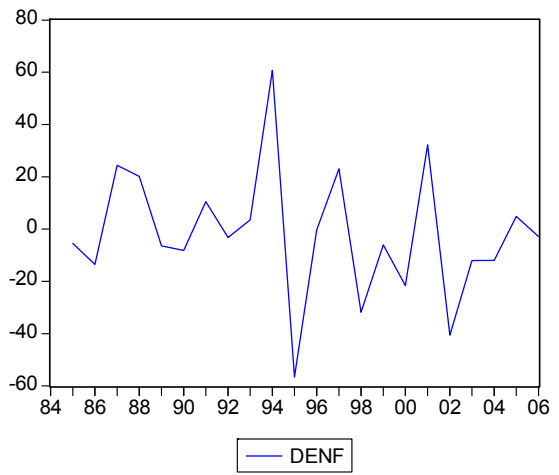
Grafik 40: $d(db_br)$ Zaman Serisi

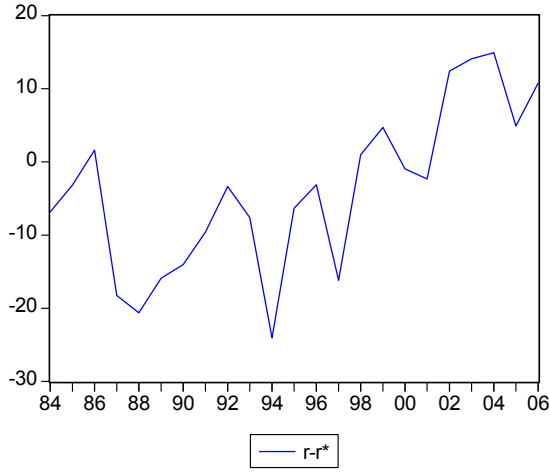
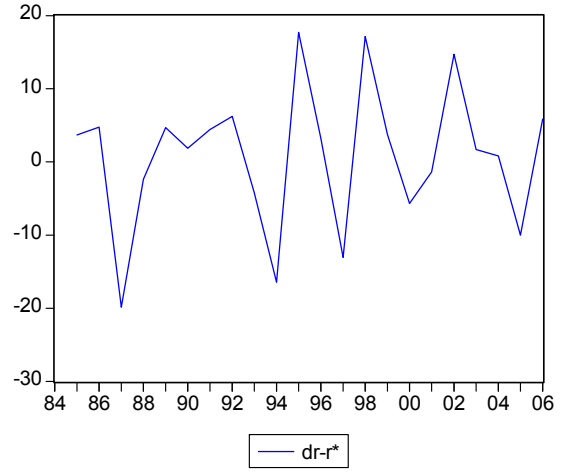
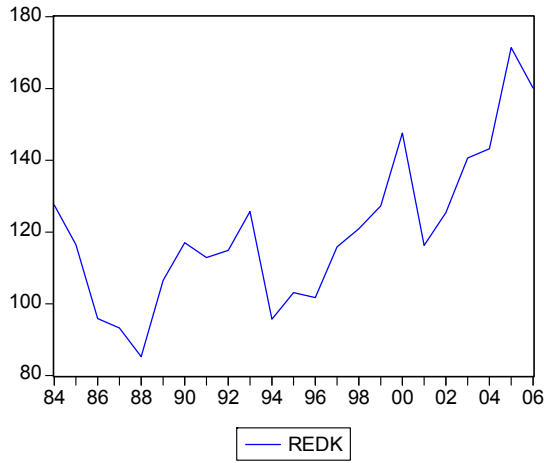
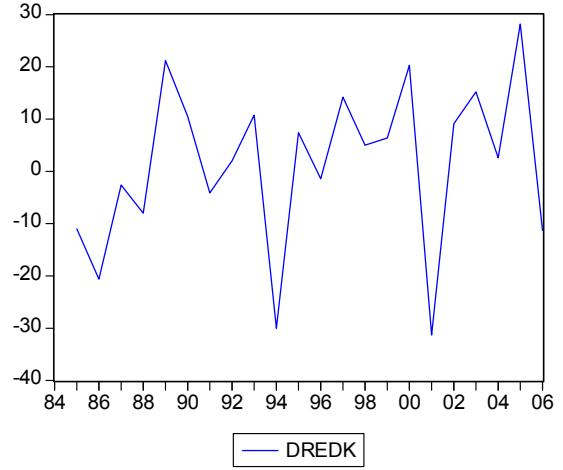


Grafik 41: enf Zaman Serisi



Grafik 42: $d(enf)$ Zaman Serisi



Grafik 43: $r-r^*$ Değişkeninin Serisi**Grafik 44: $d(r-r^*)$ Zaman Serisi****Grafik 45: $redk$ Zaman Serisi****Grafik 46: $d(redk)$ Zaman Serisi****Tablo 7: Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri**

Seri	sh_gsmh	bd_gsmh	db_br	enf	$r-r^*$	$redk$
Ortalama	2.863	-6.249	1.745	56.028	-3.812	120.204
Medyan	2.780	-4.420	1.250	60.600	-3.150	116.500
Maksimum	13.750	-0.700	4.640	132.140	14.930	171.400
Minimum	-10.800	-16.000	0.610	6.570	-24.030	85.300
Standart Sapma	4.936	4.176	1.212	29.922	11.130	21.495
Yatıklık	-0.316	-0.939	1.290	0.253	0.010	0.628
Basıklık	4.925	2.943	3.476	3.277	2.167	2.980

Uygulamada, bağımlı değişkeni lineer modellemeye daha uygun hale getirmek, kullanılan değişkenlerin çarpıklık derecesini azaltmak, varyanslarını stabilize etmek ve modelden elde edilen artık değerlerin dağılımını normal dağılıma yaklaştırmak amacıyla serilere dönüşümler uygulanır. Hangi dönüşümün uygulanacağına karar verilirken ise kullanılabilir bir yöntem Box-Cox dönüşüm yöntemidir (Box ve Cox,1964). Bu yöntemle göre çalışmada kullanılan serilere herhangi bir dönüşüm uygulanmasına gerek olmadığına karar verilmiştir.

V.2. Birim Kök Testleri

Durağan bir zaman serisinin sabit bir uzun dönem ortalaması ve zaman içinde değişim göstermeyen sonlu bir varyansı vardır. Durağan olmayan bir serinin ise uzun dönem ortalaması olmadığı gibi varyansı da zamana dayanır. Bu durumda, en küçük kareler yöntemi (OLS), t-testi, F-testi gibi klasik istatistik yöntemlerinin uygulanması uygunsuz hale gelir.

Bölüm V.1’de sunulan zaman serisi grafiklerine bakıldığında değişkenlerin durağan olmadığı sonucuna varılabilir. Ancak, serilerde birim kök varlığına karar verilirken yalnızca serilerin grafiklerine bakmak güvenilir olmayan sonuçlara neden olur. Bu yüzden olası birim köklerin daha güvenli tespiti için, Dickey ve Fuller (1979, 1981) tarafından geliştirilen, Dickey-Fuller (DF) ve Augmented Dickey-Fuller (ADF) testleri kullanılır. Bu testler hem rastgele yürüyüş süreçlerine, hem sabit terimli rastgele yürüyüş süreçlerine hem de sabit ve lineer trend terimli rastgele yürüyüş süreçlerine uygulanabilir. Yalnız burada unutulmaması gereken nokta, her üç durum için de farklı kritik değer kullanıldığıdır (Enders, 1995). Uygun kritik değerler MacKinnon (1991)’de verilmiştir.

Değişkenlere uygulanan ADF testi sonuçları Tablo 8’de verilmektedir. Test istatistikleri hem sabit terimle (λ_m) hem de sabit terim ve lineer trend bileşeni (λ_r) ile hesaplanmıştır.

Tablo 8: ADF Test Sonuçları

Değişken	Farkı Alınmamış Seri		İlk Farkı Alınmış Seri
	λ_m	λ_t	λ_m
<i>sh_gsmh</i>	-2.977	-3.161	-7.077*
<i>bd_gsmh</i>	-1.218	-3.075	-3.880*
<i>db_br</i>	-2.445	-2.073	-6.481*
<i>enf</i>	-1.738	-2.170	-6.532*
<i>r-r*</i>	-1.937	-3.360	-5.760*
<i>redk</i>	-1.240	-3.242	-5.456*

(*) istatistiklerin %1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 8'deki ADF test sonuçlarına göre kullanılan tüm serilerin birinci dereceden bütünleşik, I(1), olduğu görülmektedir. Buna göre, serilerin ilk farkı alınmış halleri durağan ve analiz edilmeye uygundur.

V.3. Uygun Modele Karar Verilmesi

Uygun modele karar verirken aşağıdaki basamaklar izlenir;

1. Çoklu bağlantı problemine yol açmayacak açıklayıcı değişkenler seçilir ve değişkenlere gerekli dönüşümler uygulanır.
2. Seriler durağan hale getirilir.
3. Taslak model kurulur.
4. Modeldeki bilinmeyen parametreler tahmin edilir.
5. Modelin uygunluğunun kontrolü için belirli testler uygulanır, gerekirse yeni bir model kurularak aynı işlemler tekrar edilir.

Ayrıca, uygun olan modele karar verilirken kullanılabilir bir diğer yöntem de seçme kriterleridir. Bu kriterlerden en çok kullanılan ikisi Akaike bilgi kriteri (AIC) ve Schwarz Bayesian kriteri (SBC)'dir (Akaike, 1973; Akaike, 1974; Schwarz,1978).

$$AIC= T \log(\text{artık değerlerin kareleri toplamı}) + 2n,$$

$$SBC= T \log(\text{artık değerlerin kareleri toplamı}) + n \log(T),$$

n tahmin edilen parametre sayısı, T ise gözlem sayısıdır.

Negatif değerler de alabilen AIC ve SBC'nin olabildiğince küçük olması istenir. Modele eklenen her değişken n sayısını artırırken artık değerlerin kareleri toplamını düşürür. Bu yüzden açıklama gücü olmayan bir değişkenin modele katılması AIC ve SBC'nin artmasına neden olur. $\log(T)$ değerinin $\log(2)$ 'den büyük olması ise eklenen değişkenlerin SBC'yi AIC'ye kıyasla daha fazla artıracığını gösterir (Enders, 1995).

Bağımlı değişken olan $d(sh_gsmh)$ serisinin zaman serisi grafiğine (Grafik 36) bakıldığı zaman serinin 2001 yılında göz ardı edilemeyecek bir miktarda düştüğü görülmektedir. Bu dönemin etkisine modele kukla (dummy) değişken (d_{2001}) katılarak bakılmıştır. Buna göre,

$$d_{2001} = \begin{cases} 1 & t = 18 \\ 0 & t \neq 18 \end{cases} \quad (V.3.1)$$

Uygun modele karar verilirken yukarıda belirtilen basamaklar izlenmiş, pek çok deneme yapılmış ve kurulan modelin katsayılarının istatistiksel ve iktisadi açıdan anlamlı olmasına dikkat edilmiştir. Bütün bu bilgiler ışığında karar verilen model eşitlik (V.3.2)'de verilmiştir.

$$d(sh_gsmh) = 0.63 + 0.79 d(bd_gsmh(-1)) - 3.81 d(db_br(-1)) - 0.11 d(enf(-2)) + 0.27 d(r_r*(-1)) - 0.18 d(redk(-1)) - 11.96 d_{2001} \quad (V.3.2)$$

Tablo 9: Model Sonuçları

Bağımlı Değişken: $d(sh_gsmh)$

Metod: En Küçük Kareler Yöntemi

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	p-değeri
C	0.628757	0.822978	0.764001	0.4585
$d(bd_gsmh(-1))$	0.787527	0.319700	2.463331	0.0285
$d(db_br(-1))$	-3.811067	1.260055	-3.024523	0.0098
$d(enf(-2))$	-0.110563	0.036010	-3.070321	0.0089
$d(r_r*(-1))$	0.269711	0.092639	2.911407	0.0121
$d(redk(-1))$	-0.175639	0.054934	-3.197266	0.0070
d_{2001}	-11.96307	3.626046	-3.299204	0.0058
R^2	0.806058	AIC		5.494294
\bar{R}^2	0.716547	SBC		5.842800
F-istatistiği	9.005070	p-değeri(F-istatistiği)		0.000517

Tablo 9'a göre modeldeki tüm katsayıların istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Modele göre bütçe dengesinin GSMH'a oranı ile net sermaye hareketlerinin GSMH'ye oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Aynı şekilde reel faiz oranı farkındaki artışın da net sermaye hareketlerinin GSMH'ye oranını artırdığı görülmüştür. Reel faiz oranı farkı değişkenine ilişkin katsayının pozitif olması Calvo *vd.* (1993)'ün Latin Amerika ülkeleri üzerine yaptığı çalışma sonuçları ile de tutarlı çıkmıştır.

Net sermaye hareketlerinin GSMH'ye oranı ile arasındaki ilişki negatif olan değişkenler ise kısa vadeli dış borçların brüt rezervlere oranı, enflasyon ve reel efektif döviz kuru endeksidir. Ayrıca, 2001 yılındaki net sermaye hareketlerinin GSMH'ye oranındaki düşüşün de istatistiksel olarak önemli olduğu gözlenmiştir.

Kurulan regresyon denkleminin F istatistiği, modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermiş (p -değeri=0.000517) ve modelin açıklayıcı gücü olan R^2 'si yaklaşık 0.80 civarında gerçekleşmiştir.

Model Varsayımlarının Kontrolü

En küçük kareler yöntemine göre kurulan bir modelin doğru tayin edildiğini söyleyebilmek için modelin hata terimlerinin sıfır ortalamalı, sabit varyanslı, aralarında korelasyon olmayan ve normal dağılımdan gelen değişkenler oldukları varsayılır.

Tablo 10'da modelin artık değerlerinin betimleyici istatistikleri ve Jarque-Bera normallik testi sonuçları sunulmuştur.

Tablo 10: Artık Değerlerin Betimleyici İstatistik ve Jarque-Bera Normallik Test Sonuçları

Ortalama	2.22e-17
Medyan	0.237775
Maximum	5.361266
Minimum	-5.505631
Standart Sapma	2.728771
Çarpıklık	-0.391112
Basıklık	2.733743
Jarque-Bera	0.568972
p -değeri	0.752401

Tablo 10'da yer alan Jarque-Bera normallik testi sonuçlarına göre modelin artık değerlerinin normal dağılımdan geldiği görülmektedir.

Modelin artık değerleri arasında korelasyon olup olmadığını anlamak için Breusch-Godfrey *LM* testi (Breusch,1978; Godfrey 1978) uygulanmıştır. Farklı gecikme değerleri için test sonuçları Tablo 11’de verilmiştir.

Tablo 11: Breusch-Godfrey LM Testi Sonuçları

Gecikme Sayısı	nR^2	p -değeri
1	0.627815	0.428158
2	1.032471	0.596763
3	1.918770	0.589436
4	1.995629	0.736563
5	2.983095	0.702592

Tablo 11’den modelin otokorelasyon problemi olmadığı görülmektedir. Modelin hata terimlerinin eşvaryanslı olup olmadığının kontrolü ise ARCH testi kullanılarak yapılmış, test sonuçları Tablo 12’de sunulmuştur.

Tablo 12: ARCH Testi Sonuçları

Gecikme Sayısı	nR^2	p -değeri
1	2.043906	0.152817
2	1.907936	0.385210
3	3.406914	0.333037
4	4.621669	0.328363
5	8.353916	0.137779

Tablo 12’deki ARCH testi sonuçları modelin değişen varyans problemi olmadığını göstermektedir. Tablo 10 – 12’ye göre modelin hata terimleri gerekli varsayımları sağlamaktadır.

V.4. İstatistikİ Sonuçların Ekonomik Anlamda Değerlendirilmesi

İstatistiksel olarak anlamlı çıkan modele iktisadi açıdan bakıldığında, modelde kullanılan değişken katsayılarının ekonomik olarak da anlamlı olduğu görülmektedir. Türkiye Ekonomisi gerek iç gerekse dış açık veren bir yapıdadır. İ açık olarak bütçe açığı kastedilmektedir. Modelde kullanılan bütçe dengesinin milli gelire oranı negatif değer taşımaktadır. Bir başka anlatımla modelde kullanılan bu değişken bütçe açığının milli gelire

oranı olarak da okunabilir. Bütçe dengesinin milli gelire oranının birinci dereceden farkının bir dönem gecikmeli değerindeki bir puanlık artışın sermaye hareketlerinde 0.79 puanlık artışa neden olduğu görülmektedir. Bu değişkenin değerinin negatif olduğu göz önüne alındığında bütçe açığının milli gelire oranının 1 puanlık yükselmesi yani açığın artışı aynı oranda sermaye hareketlerinin milli gelir içindeki payını 0.79 puan azaltacaktır. İktisadi açıdan düşünüldüğünde özellikle yabancı yatırımcıların yatırım yapacakları ülkeyi değerlendirmelerinde önde gelen göstergelerden biri bütçe dengesidir. Yabancı yatırımcılar bütçe açığı veren ve bu açığın arttığı ülkelere daha gönülsüz yatırım yapma eğilimindedirler. Bu anlamda bütçe açığındaki artışların Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını olumsuz etkilediği söylenebilir.

Bir ülkenin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilmesinin önemli göstergelerinden biri kısa vadeli borçlarının döviz rezervlerine oranıdır. Bu oranın artışı yani kısa vadeli yükümlülüklerinin rezervlerinden fazla artması ya da kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilecek yeterli rezerv artışının olmaması ilgili ülkeye yönelik negatif algılamaları güçlendirmektedir. Modelde kısa vadeli dış borçların brüt rezervlere oranının birinci dereceden farkının bir dönem gecikmeli değerinde bir puanlık artış sermaye hareketlerinin milli gelire oranında 3.8 puanlık bir azalmaya neden olmaktadır. Modelde kullanılan katsayının negatif çıkması yani sermaye hareketlerinin milli gelire oranı ile kısa vadeli dış borçların brüt rezervlere oranı değişkenleri arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla kısa vadeli borçların brüt rezervlere oranındaki artış sermaye hareketleri üzerinde olumsuz bir etkiye sahip bulunmuştur. İstatistikî açıdan anlamlı olan katsayı ekonomik açıdan da anlamlıdır.

Enflasyon olgusu genel denge modellerinin birçoğunda önemli değişken olmasının yanında Türkiye ölçeğindeki önemi daha belirgindir. Şöyle ki 2001 yılı sonrasında Türkiye'de uygulayama sokulan istikrar programının en önemli saç ayaklarından birini oluşturmaktadır. Uygulanmakta olan ekonomik programın ana hedeflerinden birisi fiyat istikrarının kalıcı olarak sağlanmasıdır. Uygulanan ekonomik program çerçevesinde enflasyon oranı çift hanelerden tek hane rakamlara düşürülmüştür. Modelde enflasyon oranının iki dönem gecikmeli değeri ile sermaye hareketlerinin milli gelire oranı arasında ters yönlü bir ilişki bulunmuştur. Bu bulunan ilişki iktisadi açıdan anlamlıdır. Enflasyonun iki dönem gecikmeli değerindeki 1 puanlık artış sermaye hareketleri üzerinde 0.11 puanlık bir azalmaya neden olmaktadır. Enflasyondaki azalış da Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını artırmaktadır.

Faiz oranı modelde kullanılan bir başka önemli bağımsız değişkenlerden biridir. Modelde kullanılan faiz değişkeni Türk Bankacılık Sisteminin 3 ay vadeli faiz oranı ile gösterge niteliğindeki ABD 10 yıllık hazine bonosunun farkıdır. Farkın açılması Türkiye faiz oranlarının yabancı yatırımcılara daha yüksek getiri vaat ettiği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla getirinin arttığı bir ortamda yabancı yatırımların dolayısıyla sermaye akımlarının Türkiye'ye yönelmesi beklenir. Modelde katsayı pozitif çıkmıştır. Modeldeki faiz farkının bir dönem gecikmeli değerindeki 1 puanlık artış sermaye akımlarının milli gelire oranında 0.27 puanlık bir artışa neden olmaktadır. Bu katsayı ekonomik olarak anlamı bulunmuştur. Özellikle 2001 sonrası dönemde enflasyonla mücadelede sıkı para politikası uygulanmaktadır. Para politikası kapsamında ekonomideki likidite yüksek faiz oranları ile kontrol altında tutulmaya çalışılmaktadır. Türkiye'nin sunduğu faiz oranları ile diğer ülkelerin sundukları faiz oranları arasındaki farkın açılması Türkiye'yi özellikle portföy yatırımları anlamında yatırım yapılabilir cazip ülkelerden biri haline getirmektedir.

Modelde kullanılan bir başka bağımsız değişken ise reel efektif döviz kuru endeksidir (REDK). Reel efektif döviz kuru endeksi nominal efektif döviz kurunun fiyat endeksleriyle deflate edilmiş halidir. REDK ilgili ülkenin fiyat düzeyinin dış ticaret yaptığı ülkelerin fiyat düzeylerine oranının ağırlıklı geometrik ortalamasıdır. Bu endeks uluslararası fiyat rekabetinin önemli bir göstergesidir. REDK'teki artışlar Türk Lirasının reel olarak değer kazandığını, azalışlar ise YTL'nin reel olarak değer kaybettiğini ifade etmektedir. Modelde REDK değişkeninin bir dönem önceki değerindeki 1 puanlık artış sermaye akımlarının milli gelire oranında 0.18 puanlık bir azalışa neden olmaktadır. Bir başka anlatımla YTL'nin değerlendirilmesi bir dönem sonra sermaye akımlarının milli gelire oranını azaltmaktadır.

Gerçekte YTL'nin değerlendirilmesi yoğun sermaye akımlarının bir sonucu olduğu söylenebilir. Yani ilişkinin karşılıklı olduğu söylenebilir. Yoğun sermaye YTL'nin değerlendirilmesine neden olurken, değerlendirilen YTL yabancı yatırımcılar açısından cazip bir ortam sunmamaktadır. Çünkü eskiden bir birim yabancı para ile x miktar Türk enstrümanları satın alınabiliyorken, YTL'nin değerlendirilmesi ile mevcut yabancı para miktarı ile x'den daha düşük miktarda satın alınabildiği anlamına gelmektedir. Bu anlamda bakıldığında REDK artışlarının sermaye akımlarını ters yönde etkilediği söylenebilir.

Son bağımsız değişken olarak modele konulan değişken kukla değişkendir. Ele alınan dönem içinde 2001 yılı Türkiye'nin en derin kriz yaşadığı yıllardan biri olmuştur. Bu yılın özel etkisini ölçebilmek için kukla değişken kullanılmıştır. Modelde kullanılan 2001 yılı

kukla değişkenin katsayısı negatif çıkmıştır. Bunun iktisadi anlamı kriz yılında sermaye akımlarının olumsuz etkilendiğidir.

Model bütün olarak değerlendirildiğinde, modelin açıklama gücünün yüksek olduğu ve istatistiki açıdan anlamlı çıkan sonuçların ekonomik bakımdan da anlamlı olduğu görülmektedir. Model Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarının bütçe dengesi, kısa vadeli dış borçların rezervlere oranı, enflasyon, faiz oranları, reel efektif döviz kuru değişkenleri ile açıklanabileceğini ifade etmektedir. Bütçe açığındaki düşüşün sermaye akımlarını olumlu etkilediğı modelden anlaşılmaktadır. Hakikaten 2001 yılı sonrası bütçe dengesinde önemli başarılar elde edilirken aynı dönemlerde sermaye akımlarından da önemli artışlar olmuştur. Gelişmiş ülkelerde başlayan faiz indirimlerinin gelişmekte olan ekonomilere sermaye akımlarını olumlu etkilediğı gerek literatürde gerekse ekonomi çevrelerinde sıklıkla dile getirilmiştir. Türkiye'nin pozitif anlamda yüksek faiz oranları sunması ile sermaye akımları arasında aynı yönlü bir ilişki model sonuçlarında çıkmıştır. Reel efektif döviz kuru artışları yani YTL'nin değerlenmesinin yabancı yatırımcılar açısından cazip durum olmadığı modelde ifade edilmektedir. Bu ekonomi yazınında ifade edilen düşük kur yüksek faiz sarmalı önermesi ile çelişmektedir. Ekonomi yazınından ifade edildiğini aksine modelimiz YTL'nin değerlenmesinin sermaye akımları üzeride olumsuz etkisi olduğunu göstermektedir.

VI. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Finansal piyasalar hızla derinleşirken reel ekonomi ile finansal piyasalar arasındaki makas giderek açılmaktadır. Finansal piyasalar gelişirken sofistike hal almakta ve her geçen gün piyasalar yeni ürün, araç ve kurumlarla yüz yüze gelmektedir. Ulusal finansal politikalar giderek birbirine yakın yapılara bürünmekte ve benzer risk algılamalarına göre şekillenmektedir. Finansal piyasaların karmaşıklaşması ile geleneksel risk algılamaları değişmekte, sınır ötesi sermaye akımlarındaki artışla birlikte ülkelerin bağımsız parasal otoriteleri zayıflamaktadır. Son yirmi yılda sınır ötesi sermaye akımları altı kat büyümüştür, bu büyüyen pastadan giderek artan miktarlarda finansal sistemlerini serbestleştiren gelişmekte olan ülkeler pay almaktadır. Sınır ötesi sermaye akımları hızla gelişmekte olan ekonomilere yönelirken, risk algılaması değişikliklerinde ise aynı hızda o ülkelere çıkabilmektedir.

Finansal liberalizasyon, teknolojik gelişmeler ve finansal inovasyonlar sermaye akımlarını güçlendirmekte, güçlenen sermaye akımları itme etkisi (dışsal faktörler) ile çıkış/çöküş döngüsünü başlatabilmektedir. Sermaye akımları ülkelerin içsel darboğazları bulunması halinde çekme etkisiyle çıkış/çöküş döngüsünü herhangi bir bulaşmaya neden olmaksızın o ülkelere münhasır olarak tetikleyebilmektedir. Sermaye akımları önemli oranda içsel faktörlerin etkisinde olan gelişmekte olan ekonomiler, sağlıklı makro ekonomik ve finansal programlar uygulamak suretiyle çıkış ve çöküş döngüsünün etkilerini azaltabilmektedirler.

Finansal piyasalarda artan entegrasyon özellikle gelişmekte olan ekonomilerin ülkelerin üretimlerinde dalgalanmalara neden olabilmektedir. Herhangi bir nedenle finansal piyasalarda yaşanacak bir tikanıklık gelişmekte olan ekonomilerin büyümelerine doğrudan yansımaktadır: İlgili ülkelerin uluslararası camiadan alacakları ticari krediler düşerken finansal sistemi derinden (ör. batık kredilerin bankacılık sistemindeki payı artmakta) etkilemektedir. Finansal sistemin güç duruma düşmesi üretimi etkilemektedir. Home bias olgusunun finansal sistemde hala kuvvetli bir argüman olması, gelişmekte olan ekonomilere yönelik risk algılaması değişikliklerinde bu ülkelere gelişmiş ülkelere sermaye akımlarını hızlandırmaktadır.

Bilgi teknolojisindeki hızlı ilerleme küresel ölçekte yatırımların değerlendirilmesini ve izlenmesini kuvvetlendirmiştir. Bilgi eksikliği hissedilen yatırımlara ya hiç yatırım yapılmamakta ya da yüksek risk primleri istenir hale gelmiştir. Ancak yüksek getiri sunarak

cazibesini artıran borçlanma ihtiyacı içindeki ekonomiler beraberinde çeşitli problemleri de taşımaktadırlar. Özellikle kamuya tam ve eksiksiz finansal tablola ve raporlama sunamayan ekonomilerde borç verenler üzerinde yanlış seçim etkileri yaratabilmektedir (adverse selection). Yahut borç alıcısı konumundaki ülkeler riskli yatırımlarını olduğundan daha az riskli gösterme gayretleri ahlaki bir problem doğurmakta ve borç verenlerin ilgisini artırabilmektedir (moral hazard).

Son yaşanan krizlerde, gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı krizlerin şekli değişmiştir. Önceki krizlerde ülkenin ödemeler dengesi problemleri başrolü oynarken, yeni krizlerde ülkeden yoğun fon çıkışı, döviz kurunun önemli ölçüde değer kaybetmesi ve ekonominin belli bir bölümündeki özellikle bankacılık kesiminde kötüleşme ön plana çıkmaktadır.

Geçmişte yaşanan finansal krizlerin gerek küresel sisteme gerekse gelişmekte olan ekonomilere olumsuz etkileri olmuş olmakla birlikte bu finansal krizlerin bazı açılardan faydaları da olmuştur. Başta gelişmekte olan Asya ekonomileri olmak üzere pek çok gelişmekte olan ekonomi üretim ve finansal yapılarında köklü değişikliklere gitmişlerdir. Eskiden cari açık veren ekonomiler konumundaki gelişmekte olan ülkeler özellikle son on yılda ihracat ağırlıklı üretim yapıları ile dış fazla veren dolayısıyla cari fazla oluşturan ekonomiler haline gelmişlerdir. Bu süreçte gelişmekte olan ekonomiler fiyat istikrarını sağlamış, uzun dönemli büyüme trendinde olan ülkeler haline gelmişlerdir. Çarpıcı sonuçlardan biri belki de gelişmekte olan ekonomilerin görece düşük reel faiz oranlarında yerel para birimleri değerlenmeden, döviz rezervlerini artırarak büyüme tempolarını sürdürebilmeleridir.

Geçmiş krizlerden gelişmekte olan ekonomiler kadar bu ülkelere kredi veren özel ve resmi kredi kurumlar da çeşitli dersler almışlardır. Resmi kredi kurumları (IMF, Dünya Bankası gibi) gelişmekte olan ülkelere kredi açarken daha sıkı şartların yanında onların mevcut ekonomik yapılarını da göz önüne alan reçeteler sunmaya başlamışlardır. Kreditorlerin kredi geri dönüşlerini garanti eder tutumları bu ülkelere yönelik yeni fon kanallarının açılmasına neden olmuştur. Özellikle gelişmiş ülke kurumsal yatırımcıların (yatırım ve emeklilik fonları) yatırım prosedürlerini gevşetmeleri ve gelişmekte olan ülkelere yönelik yatırımlarını artırmaları gelişmekte olan ülkelere yönelik fon akımlarının artışına neden olmuştur. Ancak köklü kurumsal yatırımcıların yanında spekülasyon güdülerini ağırlıklı ve mobilitesi yüksek finansal kurumların da bu süreçte etkili olduğu gözlenmiştir (hedge fonlar).

Olgu	Fırsat	Tehdit
Sınır ötesi sermaye akımlardaki artış ve yeni aktörler (hedge fonlar, petrodolar, private equity, uluslararası kurumsal yatırımcılar)	Sermaye akımları stratejik sektörlere yöneltilmesi halinde olumlu.	Gelişmekte olan ekonomiler risk algılamasındaki ani değişikliklerde mobilitesi hızlı sermaye akımları çıkışından olumsuz etkileniyor.
Geçmiş finansal krizler	Kriz deneyimi ülkenin üretim ve finansal yapısını değiştirmesi yönünde bir fırsattır.	
Reel faiz oranları ile faize duyarlı portföy yatırımları arasında güçlü bağın olmaması	Sermaye akımının devamı için yüksek faiz oranı sunma ihtiyacı hissedilmemesi gelişmekte olan ekonomiler için fırsattır.	
Kamuya yeterli bilgi sunmama, yetersiz finansal tablolama		Ters Seçim ve Ahlaki Probleme neden oluyor.
İtme etkisi		Tüm finansal sistemler etkilenir, ülkeler bulaşma ihtimali yüksektir.
Çekme Etkisi		Yapısal sorunları bulunan, makro ekonomik koşulları kötü ülkeler birinci derecede etkilenmektedir.
Bulaşma ve Sürü Etkisi: 1998 yılına kadar olan krizlerden farklı olarak son yıllardaki krizlerin bulaşma etkisi sınırlı kalmıştır.	Makro ekonomik koşullarını düzeltten ülkeler yaşanan finansal kırılganlıklardan daha az etkilenmektedir.	Yapısal sorunları ve makro ekonomik koşulları iyileşmeyen ülkelerin kırılganlıkları devam ediyor.
Türkiye makro ekonomik koşullarında iyileşme sağladı. Yapısal sorunlarında iyileşme görece yavaş.	Fiyat istikrarı, bütçe disiplini (faiz dışı fazla), parasal kontrol, özelleştirme ve varlık satışları başarılı.	Borç stoku küçülmemesi, ekonominin artan döviz açığı vermesi.
Türkiye ekonomisinin son yıllarda büyümesi istikrarlı.	Verimlilik artıyor. Ekonomi daha rekabetçi bir yapıya dönüşüyor.	Ekonomi yeterince istihdam yaratamıyor.
YTL değerlenmesi	Verimli üretimi teşvik ediyor.	Rakip ülkelerin paralarına göre değerli YTL rekabeti olumsuz etkiliyor.
Net Sermaye Akımının Cari Açığın üzerinde olması	Cari açığın sürdürülmesi bakımından güvence.	
Finansal Olmayan Özel Kesimin Borç Kullanımı ve Borç Stoku artıyor.	Borç kompozisyonunun uzun vade ağırlıklı olması avantaj.	Dış borç stokunun artışı özel kesimin finansal dengesizliklere karşı hassasiyetini artırıyor.
Sıcak para miktarı artıyor.	Özel sermaye piyasası araçlarının kriz dönemlerinde tepkisi sınırlı, özellikle hisse senetleri anlamında olumlu bir durum.	Kriz dönemlerinde kısa vadeli banka kredi ve DİBS tepkisi sert. Yerli kaynaklı sıcak paranın yabancı yerleşikler kaynaklı sıcak paraya nazaran hassasiyeti fazla.
Ampirik çalışma YTL'nin değerlenmesinin sermaye akımlarını olumsuz etkilediği sonucunu göstermektedir.	Düşük kur yüksek faiz sarmalı Türkiye'nin sermaye akımlarını çekmekte istatistiksel açıdan anlamlı değildir.	
Ampirik çalışma bütçe açığı, enflasyon, kısa vadeli dış borç/rezervlerin artışının sermaye akımlarını olumsuz etkilediğini gösteriyor.	Fiyat istikrarının ve bütçe disiplinin devam etmesi yurt dışından Türkiye'ye yönelen fonları olumlu yönde etkiliyor.	Kısa vadeli dış borç artışları sermaye akımlarını tedirgin ediyor.

Bir ülkede yaşanan krizin diğer ülkelere sirayet etmesi olarak tanımlanan bulaşma etkisinin son yaşanan Brezilya, Türkiye ve Arjantin krizlerinde oldukça sınırlı kaldığı

görülmektedir. Her üç anlamında da bulaşma etkisinin (ticaret bağlantıları, finansal bağlantılar ve saf bulaşma) son krizlerde minimum düzeyde kalmasında yaşanan krizlerin beklentiler dahilinde olması kadar özellikle başta Asya ekonomileri olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunlarını önemli ölçüde halletmiş olmalarının da rolü büyük bulunmaktadır.

Son yıllarda uluslararası fonlar ağırlıklı olarak başta tahvil ve bono piyasaları ile hisse senedi piyasalarını tercih etme eğilimindedirler. Fonların ani hareketleri gelişmekte olan ekonomilere ciddi hasarlar verebilmektedir. Bu ani hareketlerde ilgili ülkeye ilişkin temel makro ekonomik olumsuz haberler kadar bilgi eksikliği nedeni ile yaşanan sürü hareketlerinin de etkisi bulunmaktadır. Bu noktada sermaye piyasalarında kamu bilgilendirme kriterlerinin titizlikle uygulanması, şeffaflık, kurumsal yönetimin yaygınlaşması gibi konularda mesafe alınması yatırımcılara güven vermektedir.

Sermaye giriş ve çıkışının serbest olduğu bir ekonomide sermaye piyasaları makro ekonomik istikrarın yan bir unsuru olmaktan çıkarak temel unsuru haline gelmiştir. Faiz, döviz piyasalarında koruyucu mekanizmaların yaygınlaşması (faize ve dövize dayalı türev araçlar gibi) gerek reel kesime gerekse makro ekonomik istikrara katkı yapabilmektedir.

Reel sektör de bankacılık sektöründe gözlemlendiği gibi kur ve vade riskine maruz kalabilmektedir. Reel sektörün borcunun toplam ekonomiye oranı büyüdükçe ülke bir borçlanma krizine ve daha sonra da kur riskine maruz kalabilmektedir. Asya krizinden önce Endonezya ve Güney Kore, bu konuda iyi bir örnek oluşturmaktadır. Bu ülkelerde şirketlerin borç/öz kaynak oranları önemli ölçüde yükselmiş olup, yüksek kur riskleri bulunmaktaydı.

Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını değerlendirirken, Türkiye ekonomisindeki aktarım kanallarının tespitinin iyi yapılması gerektiği düşünülmektedir. Şöyle ki Türkiye'ye yönelen fon akımları YTL'nin değerlenmesine ve faizlerin düşüşüne neden olmaktadır. Faizlerin düşmesi iç talebin canlanmasını, kredi stoğunun artmasını ve gerek özel kesimin gerekse kamunun daha uzun vadelerde daha ucuz maliyetlerle borçlanmasını sağlamaktadır. YTL'nin değerlenmesi ise fiyat istikrarını desteklerken, ihracatın ithalata bağımlılığını artırmakta, dış borçlanmayı kolaylaştırmaktadır (özellikle banka ve bankacılık dışı özel kesimin dış borç stoku artışı). Bu durum dinamik bir süreç olup, enflasyon hızındaki yavaşlama, faizlerin gerilemesi iç talep artışını, iç talepteki artışı kredi ve ithalat artışını getirmektedir. Bu süreç yüksek büyüme, borç stoku artışı ve cari açıkla sonuçlanmaktadır.

Dolayısıyla Türkiye'ye yönelik fon akımlarının cari açığın sürdürülebilirliği anlamında kritik bir önemi bulunmaktadır.

Türkiye ekonomisi ciddi bir yapısal dönüşümden geçmektedir. Kamunun ekonomi içindeki ağırlığı azalırken, özel kesimin üretim biçimi ve yapısı değişmektedir. Özel kesim anlamında bu dönüşümün temel karakteristik noktasını üretimde daha az çalışan daha çok makine olarak özetlenebilecek “verimlilik” oluşturmaktadır. Türkiye ekonomisi dış rekabette daha esnek üretim yapısına dönüşmekte, daha az kar marjları, daha az istihdam ile yüksek üretim hacimlerini hedeflemektedir.

Son onbeş yıllık süreçte Türkiye ekonomisi ile içinde yer aldığı gelişmekte olan ekonomilere bakıldığında bazı noktalarda benzerlikler, bazı noktalarda ise farklılaşmalar gözlenmektedir. Temel benzer noktalar geçen bu zaman zarfında gerek Türkiye'nin gerekse gelişmekte olan ekonomilerin fiyat istikrarını sağlarken yüksek oranlı büyümeyi başarabilmiş olmasıdır. Gelişmekte olan ekonomiler ile Türkiye'yi ayıran temel noktalar, cari denge ile dış borçlarda ortaya çıkmaktadır: Gelişmekte olan ekonomiler geçen zaman zarfından cari fazla verir duruma gelirken, dış borçlarının rezervlerine oranı önemli ölçüde azalmıştır. Türkiye ekonomisi ise giderek artan cari açık verirken aynı zamanda toplam dış borçlarının rezervlerine oranı ele alınan dönemde yüksek seviyede oluşmuştur. Gelişmekte olan ekonomiler yerel para birimleri değerlendirilmeden cari fazla yaparlarken, Türkiye ekonomisi artan cari açığının yanında Türk Lirası da hızla değerlendirilmiştir. Dış borçlara daha yakından bakıldığında ise gelişmekte olan ekonomilerin ve Türkiye'nin dış borçlarının nominal olarak arttığı görülmektedir. Ancak gelişmekte olan ekonomilerin yüksek seviyede rezerv biriktirmeleri toplam dış borçlar/rezervler oranının gerilemesine neden olmaktadır. Türkiye'nin dış borçlarının artış hızı hem gelişmekte olan ekonomilerin artış hızından daha yüksek hem de rezervlerindeki artış gelişmekte olan ekonomilere göre daha sınırlıdır.

Sermaye hareketleri anlamında son yıllarda gelişmekte olan ülkelere olduğu kadar Türkiye'ye de yoğun sermaye girişi olmaktadır. Türkiye'ye giren sermaye miktarı son beş yıllık dönemde (2002-2006) geçmiş dönemlerde olanın çok üzerindedir. Son beş yıllık dönemde Türkiye'ye yıllık ortalama 25 milyar doların üzerine net sermaye girişi olmuştur. Bu miktar bir önceki beş yıllık döneme kıyasla 14 kat artışı ifade etmektedir. Aynı dönemde gelişmekte olan ülkelerin net sermaye girişleri % 83 oranında arttığı göz önüne alındığında Türkiye'ye giren sermaye akımlarının büyüklüğü daha iyi anlaşılmaktadır.

Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarına daha yakından bakıldığında, kriz dönemleri hariç (1994, 1998 ve 2001) net sermaye miktarının cari açığın üzerinde olduğu görülmektedir. Net sermaye miktarının cari açığının üzerinde bir eğilim göstermesi cari açığın sürdürülmesi konusunda önemli güvencelerden birini oluşturmaktadır. Ancak uzun yıllar düşük oranlarda seyreden cari açık/GSMH oranının (yıllık ortama anlamında 1992-1996: % -1, 1997-2001: %-0.7), son yıllarda artış kaydetmesi (1998-2006: % - 4.7) dikkati çeken bir noktadır. Cari açığın temel sebebi ekonominin dış ticaret açığı vermesi ve bu açığın yıllar içinde artışıdır. 1980'lerde milli gelir içinde dış ticaret açığının payı % 4'ler mertebesindeyken, 2006 yılına gelindiğinde bu oran % 14'lere ulaşmıştır. Bunda Türkiye ekonomisinin giderek artan hızla ihracata dayalı olarak büyümesi, ihracatın ithalata bağımlılığındaki artışın etkisi belirleyicidir. Yıllar içinde ithalatın kompozisyonuna bakıldığında, toplam ithalat içinde yatırım malları ithalatının azaldığı, tüketim malları ithalatının stabil kaldığı buna mukabil ara malı ithalatının giderek arttığı görülmektedir. Buradan şu sonuca ulaşılabilir: Türkiye ekonomisi büyümekte, ekonomi büyürken üretim sürecinde artan miktarda ithal ara malı kullanmaktadır. YTL'nin diğer para birimlerine karşı değerlendirilmesi ithal ara malı girdi kullanımını teşvik etmektedir. Özellikle ara malı ithalatı ile imalat sanayi üretimi arasındaki yakın bağ 2003 sonrasında kopmuş ve ara malı ithalatı sanayi üretiminin üzerinde artma eğilimi göstermiştir. Ayrıca üretimde kullanılan enerjinin ara malları içinde sayılıyor olmasının ve enerji fiyatlarındaki artışın ithalatın değer olarak artışına katkı yaptığı şüphesizdir. Bir başka ifade ile son yıllardaki dünya enerji fiyatlarındaki artışın ara malının değer olarak artışında etkisi bulunmaktadır.

Dış ticaret kompozisyonundaki ithalat lehine olan farkın artması ve sonuçta cari açığın artışına karşılık bu açığın finansman yapısı son beş yıllık dönemde önemli iyileşmeler kaydetmiştir. 2002 öncesi dönemde Türkiye ciddi anlamda doğrudan yatırım çekemezken, bu tarihten sonra giderek artan miktarda doğrudan yatırım çeken ülkeler arasına girmiştir. 2006 yılında ülkeye giren net sermaye miktarının üçte biri doğrudan sermayeden oluşmuştur. Doğrudan sermaye artışlarının yanında en az doğrudan sermaye kalemi kadar önemli bir kalem daha bulunmaktadır. Bu kalem krediler kalemidir. Krediler kalemi içinde bankacılık dışı özel sektörün kullandığı borçlanma amaçlı kredi kullanımındaki artış dikkat çekicidir. Örneğin 2003 yılında bu şekil özel sektörün kullandığı kredilerin net sermaye miktarına oranı % 16 iken 2006 yılında % 34'e çıkmıştır. Bir başka anlatımla aynı dönem zarfında bankacılık dışı özel kesimin borçlanma amaçlı kredi kullanımını 1 milyar dolardan 19 milyar dolara çıkarmıştır. Akım değişkenler (ödemeler dengesinde ifadesini bulan) yerine stok anlamında

bakıldığında da yıllar içinde özel sektörün borçlanmasının önemli ölçüde arttığı gözlemlenmektedir. 1996 yılında finansal olmayan özel kesimin dış borç stoku milli gelir içinde % 14.7'lik bir paya sahip bulunurken, 2006 yılında bu oran % 30.3'e çıkmıştır. Bunun parasal ifadesi bu kesimin dış borcunun 11.8 milyar dolardan 48.6 milyara çıktığıdır. Ancak bu kesimin dış borcunun vade kompozisyonuna bakıldığında yıllar içinde giderek daha uzun vadelerde borçlanmanın ağırlık kazandığı gözlenmektedir.

Sıcak para olgusu son yıllarda gerek literatürde gerekse ekonomi ve finansal çevrelerde önemli tartışma konularından birini oluşturmaktadır. Beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişimlere hızlı tepki veren sermaye akımları olarak tanımlanan sıcak para olgusu spekülasyon, aşırı dalgalanma ve hızlı hareket kabiliyeti unsurlarını içermektedir. Dolayısıyla sıcak paranın hacminden çok akışkanlığı daha fazla önem arz etmektedir. Türkiye'de sıcak paranın kriz dönemlerinde önemli miktarlarda çıkış yönünde olduğu, son beş yıllık dönemde ise ciddi biçimde artma eğiliminde olduğu görülmektedir. 2003 öncesi dönemde 10 milyar doların altında seyreden sıcak para, bu tarihten sonra hızla artmış ve 2006 yılında 21 milyar dolar yükselmiştir. Ancak Türkiye ölçeğinde sıcak paranın kriz dönemlerinde davranışı benzer bulunmamıştır: Örneğin 1994 krizinde banka kredileri (6.6 milyar dolar azalmış) önemli düşüş gözlenirken, 1998 kriz yılında en fazla tepkiyi DİBS'ler vermiştir (4 milyar dolar dışarıya transfer). 2001 krizinde ise en fazla tepki banka kredileri (7 milyar dolar çıkış) ve DİBS'ler (3.7 milyar dolar çıkış) göstermiştir. Dolayısıyla son iki ciddi krizin ortak paydası olan DİBS hareketleri ve düzeyine dikkat edilmesi gerektiği düşünülmektedir. Sıcak paranın kaynağına kesimler itibarıyla bakıldığında kriz dönemlerinde 1998 kriz yılı hariç yerlilerin finansal kırılmalara tepkisinin yabancılardan daha fazla olduğu görülmektedir. Yerliler tarafından yaratılan sıcak para kalemlerinin "bankacılık kesimi kısa vadeli krediler ile bankacılık dışı özel kesimin yurtdışı kısa vadeli kredileri" olduğu göz önüne alındığında özellikle bu kalemlerin hareketlerine dikkat edilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Sermaye akımlarına yönelik yapılan çeşitli ampirik çalışmalarda benzer sonuçların yanında farklılaşmalar da bulunmaktadır. 1990'ların başında Latin Amerika ekonomilerine giren sermaye ile düşen ABD faiz oranları arasında istatistiksel anlamda anlamlı ilişki bulunmuş ve bu ilişki ekonomik olarak ele alınan dönemde gelişmekte olan ekonomilere giren sermaye miktarını belirleyen temel faktörler dışsal faktörlerdir şeklinde yorumlanmıştır (Calvo, Leinderman ve Reinhart 1993). Miles-Feretti ve Razin'in 1998 tarihli çalışmasında sermayenin ani çıkışında hem içsel hem de dışsal faktörlerin etkili olduğu sonucu

ulaşmışlardır. Berg ve Pattilo ise 1997 Asya krizinde içsel faktörlerin daha önemli olduğu sonucuna erişmişlerdir.

Rapor kapsamında yapılan ampirik çalışmada Türkiye'ye giren sermaye akımlarının bütçe açığı, kısa vadeli dış borçlar/rezervler oranı, enflasyon, faiz oranı ve reel efektif döviz kuru değişkenleri ile açıklanabileceği bulunmuştur. Modelde bütçe açığındaki düşüşlerin Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını olumlu etkilediği bulunmuştur. Ayrıca modele göre Türkiye'nin sunduğu pozitif reel faiz oranları sermaye akımlarını olumlu etkilemektedir. Diğer değişkenler olan enflasyon ve kısa vadeli dış borçlar/rezervler oranlarının da istatistiksel sonuçları ekonomik beklentiler doğrultusunda çıkmıştır. Yani enflasyondaki artışlar ile kısa vadeli dış borç /rezervler oranındaki artışların sermaye akımlarını olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak reel efektif döviz kuru değişkeninin istatistiksel sonucuna göre YTL'nin değerlendirilmesinin yabancılar açısından cazip bir durum olmadığı sonucu çıkmıştır. Ekonomi yazının aksine YTL'nin değerlendirilmesinin sermaye akımları üzerinde olumsuz etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Bir başka ifade ile YTL'nin diğer para birimlerine karşı değer kaybetmesi sermaye akımlarını azaltıcı değil artırıcı bir unsur olmaktadır.

KAYNAKÇA

- 1) Akaike, H. (1973). "Information Theory and An Extension of the Maximum Likelihood Principle". B. Petrov, F. Csaki (eds), 2nd International Symposium on Information Theory, Académiai Kiado, Budapest.
- 2) Akaike, H. (1974). "A New Look at the Statistical Model Identification". IEEE Transactions on Automatic Control, AC-19.
- 3) Akyüz, Y. And A. Conford (1999) "Capital Flows to Developing Countries and The Reform of The International Financial System" no.143, UNCTAD.
- 4) Altun O, Yalçiner B., Çoşkun Y., İmişiker S. (2007) "Ekonomik Güvenlik ve Sermaye Piyasalarına Yönelik Olası Riskler" SPK Araştırma Raporu.
- 5) BDDK, (2007), "*Türk Bankacılık Sistemi Kur Değerlendirme Raporu II,*" (Nisan), Internet: <http://www.bddk.org.tr>
- 6) Berg, A. and C. Patillo, "Are Currency Crises Predictable?," IMF Working Paper, WP/98/154, July 2000.
- 7) Berg, A. and C. Patillo, "The Challenges of Predicting Economic Crises," IMF Economic Issues, No. 22, July 2000.
- 8) Box, G. E. P.; Cox, D. R. (1964). "An Analysis of Transformations". *Journal of Royal Statistical Society, Series B* 26.
- 9) Breusch, T. S. (1978). "Testing for Autocorrelation in Dynamic Linear Models". *Australian Economic Papers*, 17.
- 10) Calvo, Guillermo and Frederic Mishkin, "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries," NBER Working Paper No. 9808, 2003.
- 11) Calvo, G.; Leiderman, L.; Reinhart, C. (1993). "Capital Inflows to Latin America: the Role of External Factors". *Staff Papers*, International Monetary Fund, 40 (March).
- 12) Demirguc-Kunt, Asli and Enrica Detragiache, "Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability?: Empirical Investigation," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, Issue 7, 2002, Pp. 1373-1406.
- 13) Dickey, D.; Fuller, W.A. (1979). "Distribution of the Estimates for Autoregressive Time Series with a Unit Root". *Journal of American Statistical Association* 74.
- 14) Dickey, D.; Fuller, W.A. (1981). "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with A Unit Root". *Econometrica*, 49.

- 15) Dornbusch, Rudiger, Yung Chul Park and Stijn Claessens, "Contagion: Understanding How it Spreads," World Bank Research Observer, Vol. 15, No. 2, Pp.177-197, August 2000.
- 16) Enders, W. (1995). *Applied Econometric Time Series*. John Wiley and Sons.
- 17) Kaminsky, Grciala and Carmen M. Reinhart, (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", **American Economic Review** 89 (3): 473-500.
- 18) Ortiz G., (2002), "Recent Emerging Market Crises-What have we learned ?", Per Jacobson Lecture, Basle Switzerland.
- 19) LIPSEY, Robert E. (2001). *Foreign Direct Investors in Three Financial Crises*. **NBER Working Paper** (No. 8084).
- 20) SPK Haftalık Para Raporu (2005) Yıl: 1 Sayı 50
- 21) SPK Haftalık Para Raporu (2006) Yıl: 2 Sayı 47
- 22) TCMB. (2006). *Finansal İstikrar Raporu* (No. 3). Internet: www.tcmb.gov.tr
- 23) TCMB. (2005). *Para Politikası Raporu (2005/I)*. Internet: www.tcmb.gov.tr
- 24) Yılmaz, E. ve B. Gürcihan "Türkiye'de Kamu Borç Stokunun Yapısı" TCMB, Şubat 2007
- 25) Fernandez, Eduardo, "The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?" Journal of Development Economics, No.48, March 1996
- 26) Fischer, Stanley, "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" Speech delivered at the Meetings of the America Economic Association, New Orleans, January, 2001.
- 27) Frankel, Jeffrey and Nouriel Roubini, "The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises," NBER Working Paper No. 8634.
- 28) Glick, Reuven, "Fixed or Floating: Is it Still Possible to Manage the Middle," Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper PB00-02.
- 29) Godfrey, L. G. (1978). "Testing Against General Autoregressive and Moving Average Error Models when the Regressors Include Lagged Dependent Variables". *Econometrica*, 46.
- 30) Hernandez, Leonardo, et al., "Determinants of Private Capital Flows in the 1970's and 1990's: Is there Evidence of Contagion?" International Monetary Fund Working Paper No. 164, May 2001.

- 31) MacKinnon, J. G. (1991). "Critical Values for Cointegration Tests". Long-run Economic Relationships: Readings in Cointegration, R. F. Engle, C. W. J. Granger (eds). Oxford University Press.
- 32) Milesi-Feretti, Maria and Razin "Current Account Reversals and Currency Crises" NBER Working Paper 6620, 1998.
- 33) Mishkin, Frederik and Klaus Schmidt-Hebbel, "One Decade of Inflation Targeting in the World: What do we know and what do we need to know?," in N. Loayza and R. Soto (editors): 10 Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges, Central Bank of Chile, Santiago, 2002.
- 34) Moreno, Ramon, "Capital Controls and Emerging Markets," Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, August 2001
- 35) Moreno, Ramon, "Pegging and Macroeconomic Performance in East Asia," Federal Reserve Bank of San Francisco, December 2000.
- 36) Moreno, Ramon, "Pegging and Stabilizing Policy in Developing Countries," Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review, 2001
- 37) Ramon, M. and Bharat T., "Common Shocks and Currency Crises" Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper, 2000.
- 38) Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," NBER Working Paper No. 8963, 2002.
- 39) Schwarz, G. (1978). "Estimating the Dimension of a Model". Annals of Statistics, 6.
- 40) Selcuk, Faruk, Ardic, Oya Pinar, "Learning to Live with the Float: Turkey's Experience 2001-2003," Forthcoming in Contemporary Issues in International Finance, F. Columbus (ed.), Nova Science Pub., NY, 2004.
- 41) Van Els P., A. Locarno, J. Morgan and J-P. Villetelle, "Monetary Policy Transmission in the Euro Area: What Do Aggregate and National Structural Models Tell Us?," European Central Bank Working Paper 94, 2001.