



SIVAS CUMHURİYET ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Ana Bilim Dalı

**DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE EKONOMİK
BÜYÜME İLİŞKİSİ: KIRILGAN BEŞLİ ÜLKELERİ ÜZERİNE BİR
PANEL VERİ ANALİZİ**

Yüksek Lisans Tezi

Ahmet Turan ÖZHUY

Sivas
Temmuz 2019

SİVAS CUMHURİYET ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Ana Bilim Dalı

**DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE EKONOMİK
BÜYÜME İLİŞKİSİ: KIRILGAN BEŞLİ ÜLKELERİ ÜZERİNE BİR
PANEL VERİ ANALİZİ**

Yüksek Lisans Tezi




Ahmet Turan ÖZHUY

Tez Danışmanı
Dr. Öğretim Üyesi Yunus Emre BİROL

Sivas
Temmuz 2019

KABUL VE ONAY

Üniversite: : Sivas Cumhuriyet Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Ana Bilim Dalı : İktisat
Tezin Başlığı : Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Kırılgan Beşli Ülkeleri Üzerine Bir Panel Veri Analizi
Savunma Tarihi : 29.07.2019
Danışmanı : Dr. Öğr. Üyesi Yunus Emre BİROL

	Unvanı - Adı Soyadı	İmza
Jüri Başkanı	: Dr. Öğr. Üyesi Serdar BUDAK	
Üye	: Dr. Öğr. Üyesi Yunus Emre BİROL	
Üye	: Dr. Öğr. Üyesi Bünyamin DEMİRGİL	

Oy Birliği

Oy Çokluğu

Ahmet Turan ÖZHUY tarafından hazırlanan "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Kırılgan Beşli Ülkeleri Üzerine Bir Panel Veri Analizi" başlıklı tez, kabul edilmiştir./...../.....

Prof. Dr. Ahmet ŞENGÖNÜL
Enstitü Müdürü

ETİK İLKELERE UYGUNLUK BEYANI

Sivas Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü bünyesinde hazırladığım bu Yüksek Lisans tezinin bizzat tarafımdan ve kendi sözcüklerimle yazılmış orijinal bir çalışma olduğunu ve bu tezde;

1. Çeşitli yazarların çalışmalarından faydalandığımda bu çalışmaların ilgili bölümlerini doğru ve net biçimde göstererek yazarlara açık biçimde atıfta bulunduğumu;
2. Yazdığım metinlerin tamamı ya da sadece bir kısmı, daha önce herhangi bir yerde yayımlanmışsa bunu da açıkça ifade ederek gösterdiğimi;
3. Başkalarına ait alıntılanan tüm verileri (tablo, grafik, şekil vb. de dahil olmak üzere) atıflarla belirttiğimi;
4. Başka yazarların kendi kelimeleriyle alıntıladığım metinlerini, tırnak içerisinde veya farklı dizerek verdiğim yine başka yazarlara ait olup fakat kendi sözcüklerimle ifade ettiğim hususları da istisnasız olarak kaynak göstererek belirttiğimi,

beyan ve bu etik ilkeleri ihlal etmiş olmam halinde bütün sonuçlarına katlanacağımı kabul ederim.

30.07/2019

Ahmet Turan ÖZHUY

TEŐEKKÖR

Akademik hayata ilk adım attığım bu tez çalışmasında gösterdiği yoğun ilgi ve sabır için değerli danışman hocam Dr. Öğretim Üyesi Yunus Emre Birol'a teşekkürlerimi sunar ayrıca değerli fikirleriyle her zaman yanımda olan Dr. Öğretim Üyesi Yüksel Aydın'a ve Doç. Dr. Uğur Adıgüzel'e minnet ve teşekkürü bir borç bilirim.

Ahmet Turan ÖZHUY

Sivas 2019



İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	i
KISALTMALAR	v
TABLO LİSTESİ	vii
ŞEKİLLİSTESİ	ix
ÖZET	xi
ABSTRACT	xiii
GİRİŞ	15
BİRİNCİ BÖLÜM	17
1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE	17
1.1. Küreselleşmenin Sermaye Hareketlerine Etkisi.....	18
1.2. Sermaye Hareketlerinin Nedenleri	21
1.3. Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması.....	22
1.3.1. Özel Sermaye Türleri	22
1.3.1.1. Portföy Yatırımları.....	22
1.3.1.2. Doğrudan Yabancı Yatırımlar	24
1.3.2. Diğer Sermaye Hareketleri	26
1.3.2.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	26
1.3.2.2. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri.....	28
1.3.3. Resmi Sermaye Hareketleri.....	28
1.4. Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri.....	29
1.4.1. Ekonomik Büyümeye Etkisi.....	30
1.4.2. Döviz Kuruna Etkisi.....	31
1.4.3. Döviz Rezervlerine Etkisi.....	32
1.4.4. Ödemeler Dengesi.....	33
1.4.5. Enflasyona Etkisi	34
1.4.6. Faize Etkisi	35
1.4.7. Finansal Piyasalara Etkisi.....	36
1.4.8. Tüketime Etkisi.....	37
1.4.9. İşgücü Piyasalarına ve Ücretlere Etkisi.....	38
1.4.10. Yatırımlara Etkisi.....	38

İKİNCİ BÖLÜM	41
2. DÜNYADA ve TÜRKİYE’DE SERMAYE HAREKETLERİ	41
2.1. Dünyada Sermaye Hareketleri	41
2.2. Dünyadaki Ekonomik Krizler ve Sermaye Hareketleri.....	43
2.2.1. Meksika Krizi	43
2.2.2. Asya Krizi	45
2.2.3. Rusya Krizi.....	46
2.2.4. Brezilya Krizi	47
2.2.5. Arjantin Krizi	48
2.3. Sermaye Hareketlerinin Dünyadaki Mevcut Durumu.....	49
2.4. Türkiye’de Sermaye Hareketleri.....	58
2.4.1. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Gelişim Süreci.....	59
2.4.2. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Türleri.....	63
2.4.2.1. Türkiye’de Portföy Yatırımları	63
2.4.2.2. Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	64
2.4.2.3. Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	65
2.4.2.4. Türkiye’de Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	66
2.5. Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Sermaye Hareketleri	67
2.5.1. 1994 Krizi.....	67
2.5.2. 2000 Krizi.....	68
2.5.3. 2001 Krizi.....	70
2.5.4. 2008 Krizi.....	71
2.6. Sermaye Hareketlerinin Türkiye’deki Mevcut Durumu	71
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	75
3. KIRILGAN BEŞLİ ÜLKELERİ ÜZERİNE PANEL VERİ ANALİZİ	75
3.1. Literatür Taraması.....	76
3.2. Veri Seti ve Model	79
3.3. Ekonometrik Yöntem	80
3.3.1. Panel Veri Analizi.....	80
3.3.2. Birim Kök Testi.....	82
3.3.2.1. LLC Testi.....	83
3.3.2.2. IPS Testi.....	84

3.3.2.3. ADF ve PP Testi.....	84
3.3.3. Eşbütünleşme Testi	85
3.3.4. Hausman Testi	86
3.3.5. Regresyon Analizi.....	87
3.3.5.1. Sabit Etkiler Modeli.....	88
3.3.5.2. Rassal Etkiler Modeli.....	89
3.4. Analiz Sonuçları	90
3.4.1. Yatay Kesit Bağımlılığı.....	90
3.4.2. Birim Kök Testi	90
3.4.3. Eşbütünleşme Testi	93
3.4.4. Hausman Testi	94
3.4.5. Regresyon Analizi.....	95
SONUÇ.....	97
KAYNAKÇA.....	99
ÖZGEÇMİŞ.....	109



KISALTMALAR

AB	:Avrupa Birliği
ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
ADF	:Genişletilmiş Dickey-Fuller
ARDL	:Otoressif Dağıtılmış Gecikme
BDDK	:Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BRIC	:Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin
FED	:ABD Merkez Bankası
GATT	:Gümrük Tarifeleri Ve Ticaret Genel Anlaşması
GSYİH	:Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
HEKK	:Havuzlandırılmış En Küçük Kareler
IFC	:Uluslararası Finans Kurumu
IMF	:Uluslararası Para Fonu
IMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IPS	:Im, Pesaron ve Shin
LIBOR	:Londra Bankalararası Faiz Oranı
LLC	:Levin, Lin ve Chu
NAFTA	:Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	:Türk Lirası
TÜFE	:Tüketici Fiyat Endeksi
VAR	:Vektör Otoressyon

TABLO LİSTESİ

Tablo 1. Bölgelere Göre Net Doğrudan Sermaye Girişi (Milyar Dolar).....	52
Tablo 2. Bölgelere Göre Net Doğrudan Sermaye Çıkışı (Milyar Dolar)	53
Tablo 3. Bölgelere Göre Net Doğrudan Sermaye Girişi (% GSYİH).....	53
Tablo 4. Bölgelere Göre Net Doğrudan Sermaye Çıkışı (% GSYİH)	54
Tablo 5. Gelir Gruplarına Göre Net Doğrudan Sermaye Girişi (Milyar Dolar).....	54
Tablo 6. Gelir Gruplarına Göre Net Doğrudan Sermaye Çıkışı (Milyar Dolar).....	55
Tablo 7. Gelir Gruplarına Göre Net Doğrudan Sermaye Girişi (% GSYİH)	55
Tablo 8. Gelir Gruplarına Göre Net Doğrudan Sermaye Çıkışı (% GSYİH).....	56
Tablo 9. Dünyada En Fazla Doğrudan Yatırım Alan 10 Ülke (Milyar Dolar).....	56
Tablo 10. Dünyada En Fazla Yatırım Çıkan 10 Ülke (Milyar Dolar)	57
Tablo 11. Dünyada En Fazla Yatırım Alan 10 Ülke (% GSYİH)	58
Tablo 12. Dünyada En Fazla Yatırım Çıkan 10 Ülke (% GSYİH).....	58
Tablo 13. Tanımlayıcı İstatistikler	79
Tablo 14. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi	90
Tablo 15. Düzey Değerlerine İlişkin Birim Kök Testi Sonuçları	91
Tablo 16. Birinci Fark Değerlerine İlişkin Birim Kök Testi Sonuçları	92
Tablo 17. Model I Eşbütünleşme Testi Sonuçları.....	94
Tablo 18. Model II Eşbütünleşme Testi Sonuçları	94
Tablo 19. Hausman Testi Sonuçları	95
Tablo 20. Model I Regresyon Tahmin Sonuçları.....	95
Tablo 21. Model II Regresyon Tahmin Sonuçları	96



ŞEKİLLİSTESİ

Şekil 1. Dünya Net Doğrudan Sermaye Girişi Toplamı (Milyar Dolar)	50
Şekil 2. Dünya Net Doğrudan Sermaye Çıkışı Toplamı (Milyar Dolar).....	50
Şekil 3. Dünya Net Doğrudan Sermaye Girişi Toplamı (% GSYİH).....	51
Şekil 4. Dünya Net Doğrudan Sermaye Çıkışı Toplamı (% GSYİH)	51
Şekil 5. Türkiye'ye Net Doğrudan Sermaye Girişi (Milyar Dolar)	71
Şekil 6. Türkiye'den Net Doğrudan Sermaye Çıkışı (Milyar Dolar)	72
Şekil 7. Türkiye'ye Net Doğrudan Sermaye Girişi (% GSYİH).....	73
Şekil 8. Türkiye'den Net Doğrudan Sermaye Çıkış (% GSYİH)	73
Şekil 9. Doğrudan Yabancı Yatırımlar Değişkeni Düzey Değerleri	91
Şekil 10. GSYİH Değişkeni Düzey Değerleri.....	92
Şekil 11. Doğrudan Yabancı Yatırımlar Değişkeni Birinci Fark Değerleri.....	93
Şekil 12. GSYİH Değişkeni Birinci Fark Değerleri.....	93

ÖZET

1980’li yıllardan sonra ivme kazanan sermaye hareketleri özellikle tasarrufların yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkeler için büyük önem arz etmektedir. Bu çalışmada Kırılğan Beşli ülkeleri olarak tanımlanan Brezilya, Endonezya, Hindistan, Güney Afrika ve Türkiye üzerine yapılan analizde, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Panel veri analizi yardımıyla yapılan bu çalışmada doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasında ilişkinin anlamlı düzeyde olduğu belirlenmiştir. Literatürdeki çalışmalara paralel biçimde doğrudan yabancı yatırımların gayri safi yurtiçi hâsılayı, gayri safi yurtiçi hâsılanın da doğrudan yabancı yatırımları etkilediği ve etkilerin pozitif yönde olduğu söylenebilir.

Anahtar Kelimeler:Doğrudan Yabancı Yatırımları, Ekonomik Büyüme, Kırılğan Beşli Ülkeleri, Türkiye, Panel Veri Analizi.



ABSTRACT

Capital movements, which gained momentum after the 1980s, are of great importance especially for developing countries where savings are insufficient. In this study, the relationship between foreign direct investment and economic growth was examined in the analysis on Brazil, Indonesia, India, South Africa and Turkey, which identified as fragile five countries. In this study conducted with the help of Panel data analysis, the relationship between foreign direct investment and economic growth was determined to be significant. In parallel with the studies in the literature, the gross domestic product of foreign direct investments, the gross domestic product also, affects foreign direct investment and the effects are positive.

Keywords: Foreign Direct Investment, Economic Growth, Fragile Five Countries, Turkey, Panel Data Analysis.



GİRİŞ

Kısaca reel gayri safi milli hâsılanın artması olarak tanımlanan ekonomik büyüme tüm ülkelerin nihai ekonomik amacıdır. Tüketim, yatırım, dış ticaret fazlası, kamu harcamaları vb. birçok araçla gerçekleşebilen ekonomik büyüme, üretim faktörlerinden sermaye aracılığı ile de sağlanabilmektedir. Ekonomik büyüme için yeterli sermayeye sahip olmayan az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, bu sermaye açıklarını dış kaynaklardan finanse etmeye çalışırlar. Öte yandan sermayeye sahip olan kişi ya da kurumlar, ellerindeki atıl durumda bulunan ya da düşük getiriye sahip kaynakları daha cazip alanlara yönlendirerek kârlarını maksimize etmeye çalışırlar. Fon sahipleri kaynaklarını ticari amaçlarla yetersiz kaynağa sahip diğer ülkelere bu şekilde aktarmaları, sermaye hareketi olarak tanımlanabilir.

Sermaye, küreselleşmenin de etkisiyle ulusal sınırları aşmış ülkeler, şirketler ve hatta bireyler için çok önemli bir kazanç aracı haline gelmiştir. Şirketler ve bireyler sermayeyi kâr elde etmek amacıyla kullanırken, devletler sermayeyi çeşitli ekonomik amaçlar doğrultusunda kullanmaktadırlar. Örneğin, ekonomik büyümenin sağlanması, işsizliğin azaltılması, ulusal paranın istikrarlı olması, döviz rezervlerinin artması, vergi gelirlerinin artması, ödemeler dengesi bilançosunun en azından denk olması bunlardan birkaçıdır.

Kırılgan beşli ülkelerindeki sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye olan etkisinin incelendiği bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde sermaye hareketleri tanımlanmış, küreselleşmenin sermaye hareketlerine etkileri ve sermaye hareketi türleri ve sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerindeki makro ekonomik etkileri detaylı bir şekilde incelenmiştir. İkinci bölümde dünyada ve Türkiye'deki sermaye hareketleri tarihsel olarak incelenmiş, sermaye hareketlerinin dünyada ve Türkiye'de neden olduğu finansal krizler ele alınmıştır. Bununla birlikte dünyada sermaye hareketlerinin hacminin ve bazı ülke ya da ülke gruplarına ve Türkiye'ye yönelik sermaye giriş ve çıkışlarının gösterildiği tablolar yorumlanmıştır. Üçüncü bölümde ise incelemeye konu olan kırılgan beşli ülkeleri açıklanmış, literatür incelemesi yapılmış, ekonometrik modeller incelenmiş ve ekonometrik analiz yapılmıştır. Daha sonra ekonometrik model yorumlanmış ve çeşitli değerlendirmeler yapılmıştır.



BİRİNCİ BÖLÜM

1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Küreselleşme, ekonomik siyasi teknolojik vb. alanlarda ülkelerin bütünleşmesi ve dünyanın tek bir pazar haline gelmesidir. Küreselleşme süreci, ekonomik özgürlüklerin ve teknolojik ilerlemelerin neticesinde piyasaların birbirine entegre olmasıyla hızlı bir şekilde gerçekleşmiştir. Küreselleşmeyle birlikte milli sınırlar ticaret için kısıtlayıcı olmaktan çıkmıştır. Ayrıca teknoloji ve diğer alanlardaki gelişmeler bu kısıtlamaları azaltmıştır. Artık ülkeler tarife ve kotaları karşılıklı olarak kaldırmış ya da azaltılmışlardır. Devlet tekelleri özelleştirmeye birlikte küreselleşmiş çok uluslu şirketlerin meydana gelmesini sağlamıştır (Adıgüzel 2013: 3).

Ekonomik küreselleşme, ülke ekonomileriyle dünya ekonomilerinin birbirine entegre olmasıdır. Ekonomik küreselleşmenin iki türü vardır. Bunlar finansal küreselleşme ve üretim küreselleşmesidir. Üretim küreselleşmesi, firmaların çeşitli ekonomik aktivitelerini farklı ülkelere yaymalarıdır. Bu işletmelerin yatırım için seçtikleri ülkelerde maliyet düşüklüğü en önemli unsurdur. Örneğin ücretlerde meydana gelen artışın, işgücü verimliliğindeki artıştan fazla olması durumunda firmalar yatırımlarını başka ülkelere çekebilirler. Finansal faaliyetler de küreselleşmenin etkilediği alanlardandır. Finansal küreselleşme ile birlikte fon ya da sermaye kısıtlamaya uğramaksızın farklı ülke ya da bölgelere düşük risk-yüksek kâr düşüncesiyle dolaşımda bulunur (Erdoğan 2012: 6).

Küreselleşmeyle birlikte ülkeler arası rekabetin hızlandığı görülmektedir. Ülkeler arası rekabetin artması, teknolojik gelişmelerin diğer ülkelere transferi, haberleşmenin gelişmesi, üretim faktörlerinin mobilitesinin artması, sermaye hareketlerinin kolayca gerçekleştirilebilmesi ve devletlerarası iktisadi ve siyasi ilişkilerin yaygınlaşmasına katkıda bulunmuştur (Karabıçak 2002: 123).

Diğer taraftan gelişmekte olan ülkeler de bu küresel ticaret hacminin artmasında önemli rol oynamışlardır. Bu ülkeler farklı yönlerden gelişmiş ülkeleri yakalamaya başlamışlardır. Gelişmekte olan ülkelerde yoksulluğun azalmaya başladığı, eğitim oranlarının arttığı, çocuk ölümlerinin azaldığı ve böylece gelişmiş

ülkelere yaklaştıkları gözlemlenmiştir. Ayrıca bu ülkeler küresel nitelikteki piyasalara erişerek diğer ülkelerle daha fazla ticaret yapma imkânına sahip olmuşlardır (Derviş 2007: 3).

1.1. Küreselleşmenin Sermaye Hareketlerine Etkisi

1980'li yıllarda uygulamaya konulan finansal serbestleşme politikalarının temeli, finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerine etkisine dair yaklaşımdır. Buna göre finansal liberalleşmeyle faizler artacak, tasarruflar bankalara yönelecek ve bankalar tarafından verimli yatırımlara kaynak temin edilerek ekonomik büyüme gerçekleştirilecektir. Finansal serbestleşme içerisinde kredi faizleri ve mevduat oranları serbest bırakılıp, yeni finansal kuruluşların ve araçların oluşumu sağlanacaktır (Fırçasıgüzel 2010:78).

Para piyasaları ve sermaye piyasaları 1980'li yıllarda neredeyse tamamen küreselleşmiştir. Bu dönemde Newyork, Londra, Tokyo gibi şehirler önemli finans merkezi haline gelmişlerdir. Tüm ekonomilerin süratle parasallaştığı bu dönemde, muhtelif ülkelerin milli paraları uluslararası piyasalarda işlem görmeye başlamıştır. Genellikle euro dolar piyasası olarak tanımlayabileceğimiz bu piyasalarda genellikle mevduat faiz oranları diğer ülkelerde ana ülkeye kıyasla daha yüksek, kredi faiz oranları ise daha düşüktür. Bundan dolayı fonların süratle el değiştirebileceği bir ortam gelişmiştir. Küreselleşmeyle birlikte türev ürünlerin daha yaygın hale gelmesi çeşitli piyasalara girmeyi kolaylaştırmıştır. Böylece türev araçlar sermaye hareketliliğinin hızlanmasını sağlayan araçlara dönüşmüştür (Fırçasıgüzel 2010: 78).

Sermaye hareketlerini temelde etkileyen iki unsur vardır. Bunlar içsel ve dışsal faktörlerdir. İçsel faktörler ülkelerin yasal düzenlemeleri ve iktisadi altyapısındaki değişimlerdir. Bu faktörler her ülkenin kendisi tarafından yapıldığından içsel faktörler olarak tanımlanır. Sermayeyi çekmede içsel faktörler dışsal faktörlere göre daha önemlidir (Alp 2002: 194). Temel ekonomik göstergelerin istikrarlı olması, mali piyasaların liberalizasyonu, reel ekonomik büyümenin artması içsel faktörler arasında sayılabilir. Bu içsel faktörler yabancı yatırımcılara güven vererek hem portföy yatırımlarını hem de doğrudan yatırımların bu ülkelere girişini teşvik edebilir. Yabancı yatırımlar için uluslararası faiz oranları dışsal faktörlerin

başında gelir. Birbirine entegre olmuş menkul kıymet piyasaları sayesinde bir ülkenin daha cazip hale gelmesiyle birlikte fonlar o ülkeye aktarılır.

Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik istikrarın gerçekleştirilerek finansal piyasaların liberalleştirilme çabaları, bu ülke ekonomilerinin hızlı büyümesi ve yabancı yatırımcıların kârlılıklarının artması bu ülkelere olan güvenin artmasını sağlamıştır. Ülkeler ekonomilerini açık ekonomi şartlarına göre yapılandırarak gelişmiş ülkelerle bütünleşmelerini artırmışlardır. Ayrıca ülkelerin dış piyasalara açılmaları sermaye rejimlerini ve finansal sistemlerini köklü değişikliklere maruz bırakmıştır. Finans piyasalarındaki engelleyici ve kısıtlayıcı uygulamalar kaldırılmış ve kapital rejimlerin liberalleştirilmesiyle birlikte sermaye girişi artmıştır (Berksoy 1998: 25-26).

Yatırım planlarının oluşmasındaki önemli etkenlerden biri de fiyat istikrarıdır. Fiyat istikrarı yabancılar kadar yatırım programlarının gerçekleştirilebilmesi için yerli yatırımcılar için de önem arz etmektedir. Yabancı yatırımcılar sadece geçmiş fiyat düzeylerine göre yatırım kararı verirken yerli yatırımcılar, buna ek olarak piyasaya yakın olması sebebiyle farklı durumları da göz önüne alarak yatırım kararı verirler.

Yatırımcılar için önemli etkenlerden biri de devletin özelleştirme politikalarıdır. Devletler etkin bir serbest piyasa ekonomisi için özelleştirmenin gerekliliğini idrak etmişlerdir. Bu sebeple kamuya ait birçok kurum ve şirket özel sektöre devredilmiştir. Özelleştirme politikaları, serbest piyasa ekonomisinin gelişimine katkıda bulunmuş ve yatırımcıların tercihlerini etkileyen unsurlardan biri olan devlet müdahalesini asgari düzeye indirmiştir.

Yatırımcıların yatırım yaptığı ülkede döviz piyasasının etkin yönetimi büyük önem arz etmektedir. Yatırımcılar yatırımlarından elde ettikleri kârları ulusal para biriminden konvertibl para birimlerine çevirmek istediklerinde döviz kurlarındaki aşırı oynamaların, yatırımcının kârlılığını azaltabilmesi yatırımcıların tercihlerini etkileyen unsurlardan biri olabilir.

Ülkelerin yabancı sermaye çekebilmesindeki önemli olan faktörlerden bazıları, o ülke tarafından yatırımları koruyucu tedbirlerin alınması, kamuoyunu aydınlatacak bilgilendirmelerin şeffaf bir şekilde yapılması ve etkin piyasa işleyişine

sahip olunmasıdır. Yurtdışından gelen fon sahipleri, ülkedeki piyasayı yeteri kadar bilemeyecekleri için ülkenin yetkili kişilerince yapılan bilgilendirmelere göre hareket etmek durumundadırlar. Bu nedenle yetkililerin sunduğu verilerin eksiksiz ve doğru olması ayrıca uluslararası standartlarla oluşturulması yatırımcılar için önemli bir husustur. Yabancı yatırımcı herhangi bir sorunla karşılaştığında ülkenin yargılama sisteminin etkinliği ve ilgili kurumların sorunun giderilmesine yönelik tutumları önemlidir (Kara 2002: 25).

Devletlerin iletişim altyapılarına yaptıkları yatırımların ve bunların sağlıklı işleminin yatırımcılar için ayrı bir önemi vardır. İletişim teknolojisindeki gelişmeler ve gelişmekte olan ülke piyasalarıyla alakalı verisel tabanın oluşturulması da ekonomiye sermaye çeken diğer bir unsurdur. Özellikle büyük miktarda fona sahip yatırımcılar, yatırımlarıyla ilgili kararları bu veri tabanına göre yönetmektedirler. Veri tabanındaki ilerlemelere ek olarak bilgisayar ve iletişim teknolojilerindeki gelişmelerle birlikte gelişmekte olan ülkelerde işlem yapmanın zorluğu azalmış ve böylece bu piyasalarda işlem hacmi artmıştır (Şimşek 2007: 14).

Yatırım planlaması yapılırken içsel faktörlerin haricinde dışsal faktörler de dikkate alınır. Dışsal faktörler, yatırım yapılması planlanan ülkedeki tüm ekonomik şartlar sabitken diğer ülkelerin ekonomik şartlarının değişmesidir. Dışsal faktörler gelişmekte olan ülkelerin sermaye çekme cazibesini içsel faktörler kadar etkilememekle birlikte, çok küçük getirilerin önemli olduğu günümüzde yatırımcıların yine de bu hususlara dikkate edebilecekleri unutulmamalıdır. Piyasaya katılanların sayısının artması da önemli bir dışsal faktördür. Sermaye hareketliliği ile birlikte yerli yatırımcılara ek olarak yabancı yatırımcıların sayısı artmış böylelikle işlem gören portföy sayısı da artmıştır.

Yabancı sermayenin ülkeye gelmesinde dışsal faktörlerden ziyade içsel faktörlerin etkili olduğuna dair bazı göstergeler vardır. Kur oynaklığının az olması, yatırım oranlarının yüksek olması ve enflasyonun düşük olması ülkenin ekonomik göstergelerinin sermaye çekebilecek nitelikte olduğunu gösterir. Bunların aksi durumda ise ülkeler sermaye çekmekte zorluk çekerler. Özel sermaye hareketlerinin büyük kısmını oluşturan doğrudan yatırımlar faiz oranlarından etkilenmezler. Portföy yatırımları ise faize son derece duyarlıdır (Lopez 1997: 16). Yatırımcılar fonlarını,

faizlerin düştüğü ve kârlılığın azaldığı ülkelerden getirilerin en azından sabit kalıp faizlerin değişmediği ülkelere doğru yönlendirirler. Piyasa şartları diğer ülkelere göre değişmeyen ekonomiler daha fazla fon girişine sahip olacaktır.

Farklı bir görüşe göre ülkeye sermaye gelmesinde iki faktör vardır. Bunlardan ilki kamu kesimi açıklarını en aza indirerek ekonomide istikrar oluşturacak ve üretimde verimliliği artıracak yapısal reformlardır. İkincisi de mali uyum dikkate alınmaksızın yüksek faiz ve sıkı kredi politikalarıdır. Eğer ekonomide sabit kur söz konusuysa sermaye çekebilmenin şartı yüksek faizdir (Shadler 1994: 21).

Bir ülkeye sermaye girmesinde bütçe dengesi, kamu borç politikaları, yabancı para cinsinden rezerv miktarı ve döviz kur politikaları gibi temel göstergeler dikkate alınır. Yapılan çeşitli araştırmalar neticesinde bu temel göstergelerin içerisinde fon akımlarının belirlenmesindeki en önemli etken döviz rezervleridir. Ülkenin sürekli ve istikrarlı büyümesi ve Londra bankalar arası faiz oranı (LIBOR) önemli etkenlerden bazılarıdır (Ralhan 2006: 10).

Sermaye hareketlerinin yönünü belirleyen etkenlerden biri de bütçe açıklarıdır. Yatırımcılar, bütçe açıklarını kapatmak için yöneticilerin sıkı maliye politikası uygulayacaklarını ve bu yüzden kendilerinin de vergi ödemek durumunda olabileceklerini bildiklerinden o ülkeyi terk edebilirler. Bütçe açıkları yabancı sermayenin ülkeye girme olasılığını azaltan sebeplerden biri olarak görülebilir (Salisu 2005: 4).

1.2. Sermaye Hareketlerinin Nedenleri

Gelişmiş ülkelerdeki kârlılığın azalması bu yatırımların gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olmuştur. Sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin bazı sebepleri vardır. Bu sebepler, gelişmiş ekonomilerdeki faizlerin azalması, küreselleşmeyle birlikte yatırımlarda portföy çeşitlendirme eğiliminin artması, gelişmekte olan ülkelerde piyasa ekonomisi dahilinde uygulanan politikalar ve yapılan reformlardır (Karatepe 12'den aktaran Fırçasıgüzel 2010: 90).

Ayrıca bölgesel bütünleşmeler, yatırımcıları teşvik için önemli bir araçtır. Bölgesel ticaret anlaşmalarıyla özellikle büyük çaplı yatırımlarla üretimdeki çarpıklılıklar giderilerek piyasa genişlemesinin sağlanması, yatırım yapanların

kârlılığını artıracak bir etkidir. Böylelikle pazar potansiyeli artacak, ticaret ve yatırımın önündeki engeller aşılanacak ve kârlılık artacaktır. Bu açıdan bakıldığında bölgesel ekonomik bütünleşmeler sermaye hareketliliğini belirleyen önemli faktörlerden biridir. Gelişmiş ülkelerden kârlılığının azalması sebebiyle ayrılan sermaye sahipleri, mevcut ülkeye kârlılığın artması nedeniyle geri dönebilir. Ayrıca sermayenin gelişmiş ülkeye dönmesinde bu piyasaların etkin işleyişe sahip olmaları ve gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha az risk içermeleri gibi etkenler de belirleyici olmaktadır (Fırçasıgüzel 2010: 91).

1.3. Sermaye Hareketlerinin Sınıflandırılması

Sermaye hareketleri, özel sermaye hareketleri, diğer sermaye hareketleri ve resmi sermaye hareketleri olarak üçe ayrılır.

1.3.1. Özel Sermaye Türleri

Devletlerin birbirlerine verdiği kredilerden ya da karşılıksız fon transferlerinden farklı olarak sermaye sahibi kişi ya da kurumların yaptıkları yatırımlar özel sermaye yatırımı olarak tanımlanabilir. Özel sermaye hareketleri portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar olmak üzere ikiye ayrılır

1.3.1.1. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları, fon sahiplerinin çeşitli riskleri kabul ederek kâr maksadıyla sermaye piyasalarından tahvil, bono gibi sermaye piyasası araçları almalarıdır. Portföy Yatırımları, tasarruf sahiplerince uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, döviz kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenerek sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımları kapsamaktadır (Tezcanlı vd. 1994: 8).

Yatırımcıların diğer ülkelere yatırım yapmalarındaki en önemli sebep kârdır. Kâr ise genellikle o ülkedeki faizlerin uluslararası faizlerden yüksek olması sebebiyle elde edilir. Ayrıca mevcut ülkedeki bankacılık sisteminin işlevselliği, ekonomik istikrar, gelecekle ilgili olumlu beklentiler, yatırımcılar için önemli unsurlardan bazılarıdır. Yatırımcılar bu yatırımı yaparken çeşitlendirme yöntemi kullanarak riski

minimumuna indirirler. Böylece minimuma indirgenmiş riskle en fazla kâr amacı güdülür. Portföy yatırımları ülkedeki kurumlara sermaye sağlar ve genellikle yönetime katılmazlar.

Portföy yatırımlarının uluslararası portföy yatırımları ve piyasalar arası portföy yatırımları şeklinde iki türü vardır. Diğer ülkelerde hükümetlerin ya da özel kuruluşların çıkardığı menkul kıymetler, uluslararası portföy yatırımı olarak adlandırılır. Bir ülkede ihraç edilen menkul kıymetlerin aynı ülkenin sermaye piyasalarında işlem görmesi uluslararası portföy yatırımı olarak nitelendirilirken, benzer işlemlerin farklı ülke sermaye piyasalarında gerçekleştirilmesi ise piyasalar arası portföy yatırımları olarak adlandırılmaktadır. Portföy yatırımları yatırımcılara başka ülkelerde yatırım yapma olanağı sunmakta, böylelikle yatırımcı için fon çeşitliliği sağlamakta ve riski minimize etmektedir. Yatırımcılar farklı ülkelerde menkul kıymet alımı ya da borsa işlemlerindeki riski en aza indirerek yatırım yapmak isterler. Bunun için piyasaları birbirine entegre olmuş ya da bu piyasalar arasındaki ilişkinin yüksek olduğu piyasalarda yatırım yapmaktan kaçınmalıdırlar. Çünkü bir ülkede zarara uğrandığında birbirine entegre olan diğer piyasalarda da benzer oranlarda kayıplar yaşanabilir. Bunun yerine piyasalar arası ilişkilerin daha düşük olduğu piyasalarda işlem yapılması riski en aza indirecektir (Sarılı 2010: 54).

Yatırım yapılacak ülkedeki temel ekonomik göstergelerin yanı sıra fon alınacak şirketle ilgili detaylı bilgi edinilmelidir. İşletmenin finansal tabloları iyi incelenmeli ve işletme sahibince uluslararası standartlara uygun şekilde yatırımcılara sunulmalıdır.

Portföy yatırımlarının gerçekleştiği uluslararası piyasalarda etkinlik için bazı şartlar gereklidir. Örneğin, istikrarlı para birimlerinin kullanılması, sermaye aktarımları için uygun yasal düzenlemelerin varlığı, işlem görebilecek nitelikte fon arz ve talebinin olması ve bu fonların etkin bir şekilde fiyatlandırılabilmesi bunlardan birkaçıdır (Sarılı 2010: 55).

Sermaye girişleri, yatırım alan ülkede, yerel firmalara kaynak sağlar, bankaların kredi verebilirliklerini kolay hale getirerek yurtiçi harcamaları artırır, sermaye girişiyle ülkedeki döviz miktarı arttığı için ulusal paraya değer kazandırarak ithalat maliyetlerini azaltır ve genel refahı artır (Togan 2011: 10). Sermaye girişleri ülke

ekonomisine katkı sağlarken, getiri oranlarının azalmasıyla sermaye çıkışları gerçekleşebilir. Faiz oranlarının düşmesi, enflasyonun artması, vergilerin artması, ekonomide yaşanan olumsuz şoklar nedeniyle fon sahipleri mevcut ülkeden ani çıkışlar yapabilir. Bu durum ülkeleri ekonomik kriz ile karşı karşıya bırakabilir.

1.3.1.2. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı, bir firmayı satın almak, yeni var olan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya var olan bir firmanın sermayesini arttırmak yoluyla bir ülkede bulunan firmalar tarafından, diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının denetim yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır (Karluk 2001: 100).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası; bir ülke borsasında işlem gören şirketlerin hisselerinin bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından satın alınmasını ifade eden portföy yatırımları dışında kalan, bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak veya yerli bir veya birkaç firma ile ortaklık halinde gerçekleşen tüm yatırımları doğrudan sermaye olarak nitelendirmektedir (TCMB 2014). Yatırımcıların bu yatırımlarından elde ettikleri kârları transfer etmeden tekrar yatırıma dönüştürülmesi bu durumun doğrudan yabancı yatırım olarak görülmesine engel değildir.

Önceleri doğrudan yabancı yatırımlar, üretim kapasitesini artırmak, sermaye sağlamak, işsizliği ve üretim maliyetlerini azaltmak, döviz rezervlerini artırmak gibi nedenlerle cazip olmasına ilave olarak günümüzde, ülkede rekabetin geliştirilmesi ve daha verimli işlenmesi, teknolojik ilerlemenin sağlanması gibi nedenlerle daha da önem kazanmıştır (Çetin 2008: 8).

Gelişmiş teknolojiye, verimli yönetime, üretim tecrübesine ve en önemlisi büyük sermayeye sahip olan yabancı yatırımcılar, kendilerine en fazla kârı sağlayan sektöre ya da bölgeye yatırım yaparlar. Bu yatırımı gerçekleştiren kişi ya da kuruluşların elde edeceği diğer faydalar da vardır. Bunlar farklı bölge ve alanlara yatırım yaparak sermaye risklerini azaltabilir, hammaddeye yakın yerde tesis kurup maliyetlerini azaltabilir, piyasayı daha yakından izleyebilir, yerli üreticilerin sahip olduklarından daha gelişmiş teknolojiye sahip olduklarından yerli firmalara üstünlük sağlayıp kârlılıklarını artırabilirler. Yabancı yatırımların, yatırımın gerçekleştiği

ülkeye de faydaları vardır. Ülkeler borçlanmadan yatırımlarını artırabilir, ülkedeki işsizliği azaltabilir, ülkeye teknolojik alt yapı girmesiyle teknolojide dışa bağımlı olmaktan kurtulabilirler. Ayrıca yatırımcıların sahip oldukları üretim tecrübesi ve yönetim kabiliyetleriyle maliyetleri azaltabilir, rekabetçiliği artırarak fiyatları düşürebilirler (Çetin 2008: 10-11).

Doğrudan yatırımlar bir ülkeye geleneksel olarak beş farklı yöntemle girmektedir. Birinci yöntem malı kendi ülkesinde üretip ihraç etmek, ikincisi bilgi ve teknolojisini lisans hakkı şekliyle kendi ülkesi dışındaki firmalara aktarmak, üçüncüsü temsilcilik yöntemiyle diğer ülkelerde kendi markası ve ismiyle üretim yaptırmak, dördüncüsü yerel üreticilere o işle ilgili uzmanlık bilgilerini veya know how birikimlerini sözleşme yapmak suretiyle kiralamak, beşincisi ise üreticilere kendi namına o malı üretip satmasına üretim sözleşmeleri ile izin vermektir (Ajami vd. 2006: 55).

Doğrudan yabancı yatırımlar, genellikle birçok ülkede yatırım yapan ve üretim kararlarını bir merkezden alan ya da farklı yollarla bağlı firmaların kararlarına müdahale edebilen çok uluslu şirket olarak adlandırılan büyük firmalarca yapılır. Bu firmalar doğal kaynakları çıkarmak ya da bunları işlemek, asıl şirketin farklı ülkelerdeki satış faaliyetlerini düzenlemek ya da yatırım yapılan ülkeye personel, teknoloji ve sermaye götürerek üretim faaliyetlerini gerçekleştirirler (Karlık 2002: 467).

Doğrudan yabancı yatırımlar genelde uzun dönemli yatırımlardır. Sermaye sahipleri bu yatırımları yaparken yatırım yapacağı ülkedeki ekonomik ve siyasi istikrar, maliyetlerin düşük olması, sektörle ilgili mevzuatın basit olması, hammaddeye yakın olması, ürünün satılacağı pazara yakın olması, ülkede teşvik edici uygulamaların olması, işçilerin nitelikli olması gibi durumları dikkate alırlar. Doğrudan yabancı yatırımlar etkin şekilde yapıldığında, üretimin artması, işsizliğin azalması, ihracatın artması, ödemeler dengesinin iyileşmesi, işgücünün daha nitelikli hale gelmesi, ülkeye teknoloji girişinin sağlanması, ülkenin milli gelirinin artması ve genel refahın iyileşmesi beklenmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların, yatırım yapılacağı ülke için bu denli büyük kazanımlar sağlamasından dolayı az gelişmiş

ülkeler bu yatırımları kendi ülkelerine çekmek için diğer ülkelerle yarışır (Gülay 2008: 8).

Doğrudan yabancı yatırımların, yatırım yapılan ülkeler için sakıncalı durumları da vardır. Örneğin yatırım yapanların kârlarını o ülkeden kendi ülkelerine göndermeleri o ülkede döviz kıtlığına yol açabilir, yerli üreticilerin onlarla rekabet edememesi sonucu firmalar kapanabilir ya da yatırım yapanların ülkede istihdam sağlamaları, yüksek oranda vergi vermeleri yüzünden hükümetleri baskı altına almaya çalışmalarına neden olabilir. Bunlara rağmen doğrudan yatırımlar ülkenin ekonomik durumda bozulma olsa bile sabit yatırım şeklinde oldukları için hemen ülkeyi terk edemezler bu da yatırım yapılan ülke için genellikle olumlu bir durum olarak değerlendirilebilir.

1.3.2. Diğer Sermaye Hareketleri

Diğer sermaye hareketleri, kısa vadeli sermaye hareketleri ve uzun vadeli sermaye hareketlerinden oluşur

1.3.2.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Vadesi bir yıla kadar olan ve ulusal sınırların dışına çıkarak ülkeden giden veya ülkeye gelen sermaye hareketleri, kısa vadeli sermaye hareketleri olarak adlandırılmaktadır (Sıampan 2012: 7). Bu yatırım genellikle piyasalar arası faiz farklarından yararlanmak için kısa zaman dilimi içerisinde en yüksek kârı elde etmeye çalışan yatırımcılar tarafından gerçekleştirilir.

Borçlarını öderken zorluğa düşen ülkeler faizleri artırmak, döviz kurunu ve vergi oranlarını ayarlamak koşuluyla, borçlarının finansmanı için yabancı yatırımcıları ülkelerine çekmeye çalışırlar. Kısa vadeli sermaye hareketliliği dış ticarete kaynak sağlamak için kullanılan kredilerle gerçekleştirilebileceği gibi faiz ve döviz arbitrajından yararlanmak maksadıyla da yapılabilir. Sermaye hareketliliği faiz ve döviz kuru değişmelerine ani tepki vererek bir ülkeden başka ülkeye seyir halinde olabilir (Sıampan 2012: 8-9).

Kingleberger kısa vadeli sermayeyi yabancı para, döviz ve yabancı yatırım olmak üzere üçe ayırmıştır. Yabancı para, sahibinin o ülke dışındaki mevduat hesapları ve nakitlerinden oluşur. Yabancı döviz tacirler veya bankalar tarafından

istenildiğinde çekilebilen döviz cinsinden tahvil çek ve senetlerdir. Kısa vadeli yatırımları ise faiz getirisine sahip ticari kâğıtlar ve devlet tahvili gibi aktiflerden oluşmaktadır (Fırçasıgüzel 2010: 69).

Ödemeler dengesi içinde yer alan kısa vadeli sermaye iki bölümden oluşmaktadır. Bu bölümler varlıklar ve yükümlülüklerdir. Varlıklar kısmında yurtdışı kredileri, yükümlülükler kısmında ise bankalar ve bazı sektörlerin işlemleri nedeniyle oluşan kısa vadeli borçlar yer almaktadır (Yentürk 2000: 299).

Kısa vadeli sermaye yatırımlarının ülkedeki olumsuz şartlar nedeniyle ülkeden çıkış yapmak istemesi ve bu fon sahiplerinin dövizde yönelmeleri ülkedeki yerli yatırımcıları da etkileyebilir. Ülkedeki olumsuz ekonomik durumda yabancıların varlıklarını dövizde dönüştürdüklerini gören yerli yatırımcılar ulusal paranın değer kaybedeceğini düşünürler. Bu yüzden yerli yatırımcılar da yerli para cinsinden tüm varlıkları ellerinden çıkararak döviz satın alırlar ve böylece döviz kurunun ani yükselişinden kâr sağlayabilirler. Bu durum sadece yabancı yatırımcıların değil yerli yatırımcıların da para ikamesi gerçekleştirebildiklerini göstermektedir.

Kamu açığının fazla olduğu dönemlerde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi devletlere kolay borçlanma imkânı ve kamu açıklarını kapatacak kaynak sağlamış olur. Bu açığı kapatmak için devletin iç borçlanmaya gitmesi faiz oranlarını artırarak kısa vadeli sermayenin ülkeye hızla girişini sağlayacaktır. Devletin bu yöntemle finansman sağlamanın olumsuz etkileri de vardır. Bunlardan ilki, kamunun iç borçlanmaya gitmesi faizleri ve kamu iç borç stokunu artırır. Yurtdışından ucuz borçlanma gerçekleştirilme imkânı varken ülke daha pahalıya borçlanmış olur. Bir diğer olumsuz etki, iç borçlanmayla hem bütçe açıklarını finanse etmek hem de yurtdışı borçlarını ödemek iç borç senet faiz oranlarının artmasına ve bu nedenle yabancı sermaye girişinin artmasına neden olur. Bu durum döviz kuru üzerindeki baskıyı artırır ve ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucunu doğurur. Zamanla faiz kur marjı açılarak ekonomiye sıcak para çekilebilir. Böylece ülkenin finansal kırılganlık düzeyi artabilir. Diğer olumsuz etki ise sermaye çekmek amacıyla uygulanan sterilizasyon politikaları nedeniyle ekonomideki olumsuz durumlardır (Elbir 2010: 13).

1.3.2.2. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Uzun vadeli sermaye yatırımları, devletlerin ya da özel kesime ait kuruluşların çeşitli finans kurumlarından bir yıl ve daha fazla vadeyle aldıkları kredi olarak tanımlanabilir. Bu krediler büyük projelere kaynak sağlamak ya da bozulan ekonomik dengenin hızla eski haline gelmesi gibi maksatlarla temin edilir. Uzun vadeye sahip oldukları için genellikle ekonomik dengeyi sarsacak nitelikte değildirler. Uzun vadeli krediler etkin şekilde kullanıldıklarında üretimin artmasına ve ekonomik istikrarın sağlanmasına katkıda bulunabilirler. Bankalar finansman gereksinimlerini uzun vadeyle borçlandıklarından dolayı mali yapıları daha da güçlenebilir. Böylece uzun vadeli sermaye, finansal derinleşmeye olumlu katkı sağlayacak ve bankaları olumsuz şoklardan koruyacaktır.

Uzun vadeli sermaye yatırımlarının büyük kısmı kamusal kaynağa sahip fonlarla yapılmaktadır. Dünya bankası, Uluslar arası Para Fonu (IMF), Uluslararası Finans Kurumu (IFC) gibi örgütlenmeler bu kredilere kaynak sağlamaktadır. Özellikle son dönemde IFC gibi kurumlar, bu sermaye hareketlerinin yönlendirilmesinde önemli görevler üstlenmişlerdir. IFC bizzat kendisi yatırımcı olarak faaliyet göstermekte ve çoğunlukla özel kuruluşlara sermaye temin etmektedir (Sarılı 2010: 38).

1.3.3. Resmi Sermaye Hareketleri

Resmi sermaye hareketleri gelişmiş ülkelere az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelere doğru aktarılan kredi ve bağışlardan oluşmaktadır. Bağışlar karşılıksız transferi ifade ederken, krediler ülkeler arası borçlanmayı ifade eder. Karşılıksız olmaları nedeniyle resmi sermaye hareketleri içinde bağışların payı azdır. Krediler borç özelliği taşıdıklarından vade bitiminde anapara ve faiz ile geri ödenmek zorundadır. Bu krediler bazı ülkelere dış yardım amacıyla verildiklerinden diğer kredilere göre faizleri düşük ve vadeleri uzundur (Delioğlu 2010: 9).

Krediler, önceden herhangi bir ülkeden belirlenen mal ve hizmetlerin alınması ya da belirli bir ülkeden herhangi mal ve hizmetlerin alınması koşullarıyla kullanılırsa buna “bağlı kredi” adı verilmektedir. Kredi kullanımında herhangi bir kısıtlama olmazsa bu kredilere “serbest kredi”, kredinin birden fazla ülke ya da kuruluş tarafından verilmesine ise “çok yanlı kredi” denir. Belirli projelere özgü

olmayan kalkınmanın finansmanı için kullanılan kredi türüne “program kredileri” denir.

Resmi kredilerden biri olan proje kredileri, yapımı planlanan proje için gereksinim duyulan ithal mal ya da hizmetlerin bedellerinin ödenmesi amacıyla döviz şeklinde verilmektedir. Yani bu krediler sadece belli bir projeyi finanse etmek için kullanılmaktadır. Proje kredisi veren örgütler projenin seçiminde, amaçlarının saptanmasında, uygulanmasında ya da muhasebe sisteminden istihdam edilecek personele kadar birçok ön koşullar sunabilirler ve kredinin verilmesini bu şartların gerçekleşmesine bağlayabilirler. Bu şartlar kredi kullanımında çeşitli sorunlara yol açtığından ülkeler tarafından çok fazla tercih edilmemektedir (Delioğlu 2010: 10).

Resmi sermaye hareketleri içindeki diğer kredi türü Eximbank kredileridir. Bu krediler ülkenin ihracatını artırmak maksadıyla kullanılan kredilerdir. Eximbank kredileri diğer kredilere göre daha düşük faizli ve uzun vadeli. Bu krediler alıcı ya da satıcı şekliyle kullanılabilir. Eximbank’ın yabancı ithalatçı firmalara ülke mallarını alabilmeleri için açtığı krediye alıcı kredisi, kendi ülkesinde ihracat yapan firmalara açtığı krediye ise satıcı kredisi denilmektedir. Hem alıcı hem de satıcı kredileri sağlayan Eximbank, ülke mallarının ihraç edilmesini ve ihracatın artmasına katkı sağlamaktadır (Seyidoğlu 2009: 646).

Günümüzde ülkelere en fazla kredi sağlayan kuruluş Dünya Bankasıdır. Ayrıca Dünya Bankası dışında İslam Kalkınma Bankası, Asya Kalkınma Bankası, Avrupa Yatırım Bankası gibi kalkınma bankaları da çeşitli amaçlar doğrultusunda faaliyetlerini sürdürmektedirler.

1.4. Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri

Sermaye hareketleri giriş yaptığı ülkenin birçok makro değişkeni üzerinde etkilidir. Bu durum sermaye çıkış yaptığında tersine dönebilmektedir. Sermaye hareketlerinin etkileri üzerine çeşitli araştırmalar yapılmıştır ve bu konuda çalışmalar devam etmektedir. Bu başlık altında literatürde sermaye hareketlerinin en bilinen etkileri açıklanmaya çalışılacaktır.

1.4.1. Ekonomik Büyüme Etkisi

Ekonomik büyüme, reel gayrisafi milli hâsılanın artması şeklinde tanımlanabilir. Ülkelerin temel makro ekonomik amaçları ekonomik büyümeyi gerçekleştirmektir. Gelişmekte olan ülkelerde tasarruf yetersizliği ve sermaye kıtlığı ekonomik büyümenin önündeki önemli engellerdir. Gelişmekte olan ülkeler bu açığı kapatmak için yabancı sermaye yatırımlarına gereksinim duymaktadırlar.

Sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme etkisine bakıldığında, özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile ülkelerde fiziki yatırımlar artmaktadır. Bu yatırımlar eğer verimli şekilde gerçekleşirse üretim artar, işsizlik azalır, devletin vergi geliri artar, ülke içinde yerli üreticilerle rekabet artar böylece ekonomi daha etkin bir hale gelebilir. Spekülatif nitelikte olmayan diğer portföy yatırımları da kaynak sağladığı için ekonomik büyüme katkı sağlamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere gelen sermayenin büyümeyi artıracığını savunan ekonomistler, bunun yalnızca iktisadi büyümenin mutlak boyutu üzerinde oluşan etkiyle değil yatırım ortamlarına etki eden öğeleri etkileyerek de olabileceğini savunurlar. Ayrıca yabancı sermaye, kaynak dağılımında etkinliğin sağlanması ve bu kaynakların verimli kullanımının artması gibi yollarla da büyüme hızlandırılabilir (Berksoy, Saltoğlu 1998: 32).

Yabancı sermayenin ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyeceğini savunanlar sermaye ile büyüme arasındaki ilişkiyi güçleştiren iki sebep olduğunu belirtmektedirler. Birincisi, sermaye hareketliliğindeki yüksek oynaklık ile ilgilidir. Sermaye hareketlerindeki oynaklıkla yatırım ve büyüme arasında ilişki negatiftir ve bu sebeple sermaye girişlerindeki pozitif etki negatif etkiye dönüşebilir. Yabancı sermaye girişiyle ulusal para değer kazanmakta bu durum ise sabit kur uygulanan ülkelerde devalüasyon beklentisi oluşturarak yatırımlarda dalgalanmalara sebep olmaktadır. Bu dalgalanma ise büyümeyi olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Büyüme ile sermaye arasındaki ilişkiyi güçleştiren ikinci neden sermayenin kullanılacağı alanların verimsizliği ile alakalıdır. Gelişmekte olan ülkelerde sermayenin marjinal verimliliğinin düşük olduğu bilinmektedir. Ayrıca altyapı ve politika eksikliğinin ekonominin verimliliğini azaltabileceği ve bu nedenle sermaye

hareketlerinin etkinliğini sınırlanabileceği ifade edilmektedir (Kar vd. 2004: 101-102).

Özet olarak sermaye girişinin büyümeye olan etkisi konusunda fikir birliği yoktur. Sermaye girişlerinin büyüme üzerinde oluşturacağı pozitif etkilerin, reel yatırımlara yönelmesi ve reel yatırımların finansmanında kullanılması halinde ortaya çıkacağı kabul edilmektedir (Gürbüz 2006: 57). Sermaye Hareketlerinin ekonomik büyümeye olumsuz etkileri de olabilir. Örneğin, spekülâtif nitelikteki kısa dönemli sermaye yatırımı sahipleri, kârları minimize olduğunda ya da daha fazla kâr edebilecekleri durumların gelişmesi durumunda ani sermaye çıkışına sebep olmaktadır. Bu durum ise çeşitli mekanizmalar yoluyla ekonomik büyümeyi azaltabilmektedir.

1.4.2. Döviz Kuruna Etkisi

Yatırım yapanlar için önemli bir konu da yatırımın gerçekleştirildiği ülke parasının konvertibl olmasıdır yani istenildiğinde yerel paranın yabancı paraya çevirebilme özelliğinin olmasıdır. Yatırımcılar kârlarını aktarmak istedikleri zaman konvertibilitesi düşük paraya sahip ülkelere yatırım yapmak istemezler (Çetin 2008: 25).

Yabancı sermayenin dövize olan etkisi döviz piyasasının esnek ya da sabit kur rejimiyle yönetilip yönetilmediğine göre değişiklik gösterir. Merkez bankasının döviz kuru hedeflemesi yaptığı ve gerekli hallerde müdahale ettiği durumda uyarlanabilir sabit kur sistemi söz konusudur. Bu sistemde merkez bankası döviz kurunun kendi belirlediği aralıkta dalgalanmasına izin verir ve planladığı sınırın altına düşmesi veya üstüne çıkması halinde kura müdahale eder. Bu sistem uygulandığında önceleri sermaye girişi arttıkça döviz kurunun değeri düşmeye başlar. Kur, merkez bankasının önceden hedeflediği alt sınırın altına düştüğünde, merkez bankası döviz fazlasını yok edecek politikalarla müdahale edip, kuru istediği düzeyde tutmaya çalışır.

Saf esnek kur uygulaması olduğunda kur fiyatı merkez bankasının müdahalesi olmadan arz ve talebe göre belirlenir. Bu sistem uygulandığında sermaye girişinin artmasıyla birlikte dövizin fiyatı düşer, ulusal para değer kazanır. Ancak günümüzde merkez bankalarının spekülâtif sermaye hareketlerine müdahale

edebilmeleri için saf esnek kur rejimi çoğunlukla tercih edilmemektedir (Delioğlu 2010: 43). Döviz kurunun değerlenmesiyle pozitif olarak etkilenen harcamalar ve dış ticaret mallarının arz ve talebi, dış ticaret açığı üzerinde etkilidir. Kurdaki dalgalanmalar yabancı yatırımların o piyasada ne kadar kalacağını etkilemektedir.

Yabancı sermaye ülkeye doğrudan yatırım olarak gelirse döviz kurundaki oynaklık az, spekülâtif nitelikte kısa vadeli olarak gelirse döviz kurundaki oynaklık fazla olur. Tam rekabetçi piyasaya sahip ülkeler için kısa vadeli fon girişleri piyasanın aksak hale gelmesine neden olmayabilir hatta firmalara kısa zamanlı da olsa kredi sağlayabilir, fakat aksak piyasalara sahip gelişmekte olan ülkelerin piyasalarında, döviz kurundaki oynamalar nedeniyle olumsuz sonuçlara yol açabilir.

1.4.3. Döviz Rezervlerine Etkisi

Uluslararası rezervler devletlerin yabancı para türünden sahip oldukları varlıklardır. Uluslararası rezervler son yıllarda meydana gelen krizler nedeniyle çok önemli hale gelmiştir. Bu rezervlere sahip olunması kadar rezervlerin yönetilmesi de önem teşkil eder. Uluslararası rezervler para sistemlerinde önemli bir konumdadır ve ülkeler için değerli bir kaynak niteliğindedir (Mahlebiciler 2006: 4).

Önceleri merkez bankaları sadece ödemeler dengesinde oluşan döviz açıklarını finanse etmek ve milli paranın değerini korumak amaçlarıyla döviz rezervi bulundururken günümüzde bunlara ek olarak ekonomik krizlerden korunma, para politikasına yön verme gibi çeşitli nedenlerle döviz rezervine sahip olmaktadırlar. Merkez Bankalarının piyasaya bu tür müdahaleleri nedeniyle hem döviz kuru hem de rezerv miktarları etkilenebilmektedir.

Sermaye girişleri ve döviz rezervleri arasındaki bağlantı mevcut kur rejimiyle yakından ilişkilidir. Fon girişiyle birlikte döviz arzında oluşan artış sebebiyle kur aşağı yönlü baskı yapar, merkez bankası piyasadaki döviz satın alarak kuru belirlediği düzeyde tutmaya çalışır. Böylece merkez bankası rezervleri, piyasadaki miktar oranında artar. Saf esnek kur rejiminde kur piyasadaki arz ve talebe göre belirlendiğinden merkez bankası rezervlerinde değişiklik ortaya çıkmaz (Seyidoğlu 2001: 396, 591).

Finansal serbestleşmeyle birlikte artan yabancı para girişinden mili paranın istikrarını korumak ve spekülasyon para girişlerinin ekonomide yol açabileceği çeşitli sorunlardan korunmak amacıyla merkez bankaları rezervlerini artırmaya çalışırlar. Etkin bir şekilde gerçekleştirilmeyen rezerv yönetimi ülkede diğer politikaları da olumsuz etkileyerek ekonomik istikrarsızlığa neden olabilir. Etkin rezerv yönetimi ise ekonomik amaçlara varmak için ülkelerin ellerini güçlendiren önemli bir araç olarak kullanılabilir (Üstünel 2014: 24).

1.4.4. Ödemeler Dengesi

Ödemeler bilançosu, aynı ulusal sınırlar içinde bulunan ve yerleşik olarak yaşayan bireylerin, belirli bir süre içinde başka ülkelerdeki yerleşik kişilerle yapmış oldukları tüm ekonomik işlemlerin nihai neticesini gösteren sistematik bir kayıt sistemi şeklinde ifade edilmektedir. Ödemeler dengesi bir ülkenin belirli dönemlerde, diğer ülkelerle karşılıklı olarak yaptıkları mal, hizmet ya da sermaye transferi gibi işlemlerin sonucunda elde ettikleri geliri ya da gerçekleştirdikleri ödemeyi ortaya koyan bir tablodur (Seyidoğlu 1999: 382-383).

Ödemeler dengesi açık veren bir ülkede, ihracatın ithalattan az olması ya da o ülkeden sermaye çıkması sebebiyle döviz açığı ortaya çıkabilir. İktisat yazınındaki bazı görüşlere göre sermaye hareketlerinin ödemeler dengesinde açığa sebep olduğu düşünülürken bazılarında bu görüşün tersi savunulmaktadır. Uluslararası sermaye ülkeye giriş yaptığı zaman diliminde ödemeler dengesi açığını azaltarak olumlu şekilde etki oluşturur. Ancak sermaye sahipleri yatırımlarından elde ettikleri kârları kendi ülkelerine transfer etmeleri ya da ithalata yönelik üretimde bulunmaları halinde gerçekleştirecekleri dış alımlar sebebiyle ödemeler dengesi açığını artırabilirler (Tezcanlı vd. 1994: 24).

Sermaye girişlerinin olduğu ülkelerdeki cari işlemler kaleminde açık olması durumunda, net sermaye girişlerinin çok büyük kısmı cari açığı kapatmak amacıyla kullanılabilir. Yani artan sermaye girişi, cari açığın giderilmesi için bir kaynak oluşturabilir. Fakat günümüzde gerçekleşen sermaye akımlarının büyük çapta olması, cari açıktan daha fazla sermaye girişine sebep olabilmektedir (Keskin 2008: 75).

Sermaye hareketlerinin artışıyla birlikte döviz kuru üstündeki baskı artar ve bu da cari işlemler açığını artırabilir. Sermaye girişindeki artışlar döviz arzını artırır.

Böylece ulusal para değerlenir ve döviz kurunun değeri düşer. Döviz kurunun değerinin azalması ise ihraç mallarının uluslararası piyasalarda daha pahalı hale gelmesine sebep olurken diğer yandan ithal malların ülke içindeki piyasaya göre daha ucuz hale gelmesini sağlar. Böylece ithalat artarken ihracat azalır ve bu da cari işlemler açığının artmasına yol açabilir (Yentürk, 2003: 237-238).

1.4.5. Enflasyona Etkisi

Sermaye akımlarının kısa dönemde fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisi iki farklı şekilde gerçekleşebilir. Bunların ilkinde sermaye girişiyle bollaşan döviz nedeniyle ulusal para değer kazanmakta ve reel olarak değerlendirilen ulusal para nedeniyle enflasyon sepeti içindeki ithal mallar yerli mallara göre daha ucuz hale gelmektedir. Böylece ithal mallara olan talebin artmasıyla enflasyon düşebilir. İkinci olarak ithal hammaddelerin ve yatırım mallarının ucuzlamasıyla ülke içi arz miktarı artacağından yine enflasyon oranlarında bir azalma olabilir (Kar vd: 93-108).

Para politikası aracılığıyla sermaye girişlerinin enflasyona etkisi, sermayenin mevcut parasal tabanda oluşturduğu etkinin sınırlandırılması ve bu yabancı para girişinin döviz üzerine uyguladığı baskının azaltılmasıyla en aza indirilebilir. Parasal genişlemeye olan müdahalenin kısıtlanması için sterilizasyon politikaları uygulanabilir. Bu politikanın amacı merkez bankasının piyasadan likidite çekerek parasal genişlemenin önüne geçmek istemesidir. Sterilizasyon politikalarının başka bir amacı da kaydi para üreterek parasal genişlemeye neden olan bankaları çeşitli araç ve politikalarla kontrol altında tutmaktır (Özgen 1998: 67).

Enflasyon, uygulanan para ve maliye politikalarının bir sonucudur. Ülkeye giren yabancı sermaye genel iktisadi dengeyi ve fiyatlar genel düzeyini etkileyebilir. Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarıyla birlikte önceleri enflasyon oranları düşebilir. Fakat daha sonra sermaye girişlerinin artması ve sürekli hale gelmesi nedeniyle ülkeler belirledikleri enflasyon rakamlarını göremeyebilirler (Uzunoğlu, Aklın, Gürlesel 1995: 34).

Ayrıca enflasyon oranı yüksek olan ülkelerde ekonomik belirsizlik yatırımcılar için birçok riski içermektedir. Ülkede gerçekleşen enflasyon oranının beklenen orandan fazla olması, fiziki yatırıma sahip firmaların reel olarak kârlarını

azaltabilir. Böyle bir durumda önceki kârlarını korumak isteyen firmaların ürünlerinin fiyatlarını artırmaları da yine enflasyona yol açabilir.

1.4.6. Faize Etkisi

Ülkeler faiz oranlarını düşük tutarak reel yatırımların artmasını böylece istihdamın artması, milli gelirin artması gibi dolaylı kanallarla ekonomik canlanmayı hızlandırmak isterler. Ancak bu durum gelişmekte olan ülkeler için geçerli olmaz ve çeşitli nedenlerden dolayı bu ülkeler faiz oranlarını yüksek tutarlar. Diğer yandan faiz oranları sermaye hareketlerinin en temel belirleyicilerinden biridir. Finansal serbestleşmeyle birlikte fon sahipleri diğer ülkelerde yatırım yapma ve servet edinme faaliyetlerini artırmışlardır.

Finansal serbestleşmeyle birlikte sermaye hareketlerinin faizi etkilemesi kaçınılmaz hale gelmiştir. Fon girişleri gelişmekte olan ülkelerin tasarruflarına olumlu katkı sağlamaktadır. Tasarruf talebi, yabancı sermaye girişinden önceki düzeyde seyrederken tasarruf arzındaki bir artışın faizleri aşağı çekeceği savunulur. Başka bir görüşe göre fon girişiyle para piyasasındaki likidite artacağı ve böylece faizlerin düşeceği savunulur. Bu durum, fon girişinin olduğu ülkedeki faiz oranı, uluslararası faiz düzeyine düşene kadar devam edecektir (Şengönül vd 2007: 34).

Bunun yanı sıra sermaye girişlerinin ülkedeki faizleri daha da artıracığını savunan iktisatçılara göre gelişmekte olan ülkelerin fon girişleri diğer ekonomik göstergelerle entegre olarak faizleri etkileyebilir. Örneğin sterilizasyon politikaları uygulanarak faizlerin düşmesi önlenir (Uzunoğlu vd. 1995: 741).

Sermaye girişi olan ülkelerde, gelen fonlar sadece tasarruf açıklarını finanse etmek için kullanılmayabilir. Böyle bir durumda tasarruflar artmadığından faizlerin düşmesi de beklenen bir durum değildir. Ödemeler bilançosu açıklarını kapatmak amacıyla yabancı fonları ülkesine sokmaya çalışan ülkeler yüksek faiz politikası uygulayarak diğer ülkelere göre daha avantajlı hale gelmek isterler (Kara 2012: 28).

İktisat teorisinde sermaye hareketlerinin ülkedeki fon arzını artırıp, sermayeye olan gereksinimi azaltarak faizleri aşağı çektiği kabul edilir. Neo klasik ekol perspektifinden incelendiğinde finansal serbestleşmeye sahip ülkelerde sermaye

girişleri, likiditeyi artırarak fon arzının artmasını sağlayacak ve bu yolla faizlerin düşmesini sağlayacaktır (Kahvecioğlu 2014: 46).

1.4.7. Finansal Piyasalara Etkisi

İktisadi entegrasyonun genellikle serbest ticaret ile özdeş hale geldiği 1980'den önceki dönemde uluslararası sermaye hareketliliği, daha çok doğrudan yatırımlar, devletlerarası krediler gibi şekillerde meydana geliyordu. Fakat 1982 yılındaki borç krizi menkul kıymetlerden oluşan finansal işlemleri daha yaygın hale getirip, kredilerini çok aza indirmiştir. Sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılıp finansal serbestleşmenin sağlanmaya başlamasıyla birlikte portföy yatırımlarının tercih edilmeye başlandığı görülmüştür. Bu dönemde daha çok gelişmiş piyasalara yönelen yatırımcıların, daha sonraları bu ülkelerde gelişen iktisadi durgunluk ve büyüme oranlarındaki azalış nedeniyle daha kârlı durumdaki gelişmekte olan ülkelere yöneldiği görülmüştür (Üstünel 2012: 29).

Finansal derinleşme, bir ülkede kullanılan finansal araç çeşitleri ile bu çeşitliliğin yaygın kullanılabilmesini ifade etmektedir. Finansal derinleşme, finans piyasalarındaki mevcut fonların reel sektöre kaynak sağlamasıyla orantılı olarak gerçekleşmiştir (Oruç, Turgut 2014: 110). Finansal derinliği fazla olan ülkelerde, finansal sistem gelişmiştir ve ödünç verilebilir fon miktarı fazladır. Bir ekonomide finansal derinliğin artması finansal serbestleşmeyle gerçekleşir. Finansal serbestleşme ise ekonomik birimleri tasarrufa yönelterek ya da hiçbir ekonomik faaliyete katılmayan yastık altı birikimleri finansal sisteme dâhil ederek ödünç verilebilir fon miktarını artırmakla ya da merkez bankalarının faiz hedefleme politikasından vazgeçme, kredi tavanlarının ve karşılık oranlarını kaldırma uygulamalarıyla gerçekleşir. Ülkeler arasındaki finansal derinleşme karşılaştırıldığında ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre bu piyasaların derinlik kazandığı görülmüştür. Gelişmiş ülkelerde gerçekleşen derinleşme, gelişen ülkelerin finansal derinleşmesinden çok fazladır. Bunun nedeni gelişmiş ülkelerin finans piyasalarında ya da finansal araçlarında gelişen ülkelere göre çok daha fazla çeşitliliğinin olmasıdır. Finans piyasalarının derinleşmesinde tasarruf miktarı, tasarrufların yöneldiği alanlar, faiz gelirleri gibi çeşitli faktörler etkili olabilmektedir (Keskin 2008: 77).

Finansal derinleşmenin düzeyinin belirlenmesi ise toplam tasarruf miktarına yani dolaylı olarak finansal tasarruf miktarına, fonların örgütlenmemiş piyasalardan çekilip örgütlenmiş piyasalara aktarılmasına bağlıdır (Öcal, Çolak 1999: 272-273).

Sermaye hareketleri neticesinde ekonomiye yüklü miktardaki fonların giriş çıkış yapmaları sonucu piyasalarda yoğunlaşma oluşabilir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde finans piyasalarında yeteri kadar finansal derinleşme olmaması nedeniyle yüksek miktarda fon girişi ekonomiyi olumsuz etkileyebilir. Ülkeye giren yabancı sermaye verimli şekilde kullanılmadığı takdirde ise geri ödeme sırasında birçok sorunu beraberinde getirebilir. Sermaye kısa dönemli spekülasyon kâr maksadıyla gelirse, çeşitli finansal araçlar üzerinden yapay fiyat dalgalanmalarına neden olabilir.

1.4.8. Tüketime Etkisi

Genel ekonomik denge, ülke içi gelirlerin ne kadarının tüketilip ne kadarının tasarruf edildiğini, tasarrufların yatırımları hangi oranda karşıladığını, yatırım tasarruf açığı varsa bunun ne kadarının yurt dışı fonlarla telafi edildiğini ve milli gelirin hangi oranda arttığını ifade eder (Uzunoğlu vd. 1995: 64).

Sermaye girişi olan ekonomilerde yatırımların sermaye hesabına oranında ve tüketim harcama miktarında artış gözlemlenmiştir. Özellikle kısa vadeli sermaye yatırımlarının yüksek oranda giriş yapması, ülkedeki talebi ciddi derecede artırabilir. Fon girişleri etkin şekilde yönetilemeyerek yatırımlara dönüştürülemezse ithal mal tüketiminin artmasıyla tasarruflar tekrar ülke dışına çıkabilir.

Yapısal reformlarla birlikte sıkı ekonomi politikaları uygulayan ülkelerde, sermaye akımlarının artması, üretim miktarını artırabilir. Sermaye girişleri ekonomide sadece talepte artışa neden olmaz arzı da artırabilir. Ayrıca yabancı sermaye, yatırım ve ihracatı artıracak politikalarla desteklendiğinde ekonomik büyümeye katkı sağlayabilir (Kara 2012: 22). Devletin cari harcamalarını artırmasından başka faiz ödemeleriyle gerçekleştirilen transferler de tüketimde artışa neden olabilir.

Yabancı sermaye girişiyle ulusal paranın değerinin artması tüketime yönelik ithalatı artırıcı etkide bulunabilir. Değerlenen ulusal para ithal malları ucuzlatırken ihracat mallarını daha pahalı hale getirebilir. Ayrıca sermaye girişleri nedeniyle

bankaların kredi sağlama olanağı artar buda tüketimde artışa neden olabilir. Görüldüğü gibi sermaye girişleri yurtiçi ya da yurtdışı kanallar yoluyla tüketimi artırabilmektedir.

1.4.9. İşgücü Piyasalarına ve Ücretlere Etkisi

Özellikle doğrudan yatırımların işgücü piyasalarında önemli etkileri vardır. Sermaye hareketlerinin istihdam üzerindeki etkisi yatırımın ülkeye giriş şekline göre değişebilir. Yeniden yatırım şekline sahip olan yatırımlar istihdamı artıran bir etki oluşturabilirken, ortaklık ve satın alma şeklindeki yatırımlar sektörel özelliklere göre işgücü piyasalarına farklı etkilere yol açabilir. Örneğin, bir doğrudan yatırımın özelleştirme yoluyla yapılması, işgücü maliyetlerini işçi çıkararak azaltmak isteyen firmalar nedeniyle istihdamı olumsuz etkileyebilirken; işgücüne ihtiyaç duyan bazı fiziki yatırımlar ise istihdam üzerinde olumlu etkiye neden olabilir.

Yabancı sermaye ülkeye kısa vadeli olarak girerse istihdamı olumlu etkileyen bir durum beklenmemekle birlikte, bu sermayenin ülkeden çıkışı dolaylı olarak istihdamı olumsuz yönde etkileyebilir. Özellikle doğrudan yatırımların işgücü ücretleri üzerindeki etkisi ekonomi literatüründe sıkça tartışılan konulardan biri olmuştur. Doğrudan yatırımların giriş yaptığı ülkelerdeki ücretleri etkilemesi emek piyasasıyla ilgilidir. Bu etki yatırım alan ev sahibi ülkenin emek piyasasının yapısı ve işleyiş biçimine göre değişebilir. Öte yandan yatırıma gelen firmanın üretim kapasitesi, araştırma geliştirme faaliyetlerinin yoğunluğu ve firma sermayesi gibi bazı etkenler de emek piyasası üzerinde etkilidir.

1.4.10. Yatırımlara Etkisi

Yüksek oranda sermaye girişiyle artan reel faiz oranları, finansal yatırımları azaltarak sermayenin reel yatırımlar yerine yüksek miktarda faiz getirisi sunan portföy yatırım araçlarına yönelmesine neden olabilir. Bu durumda fon girişleri yurtiçi yatırımları olumsuz etkileyebilmektedir. Yüksek faiz oranları şirketlerin borçlanma maliyetlerini artırarak bu şirketlerin planladıkları yatırımları ertelemelerine neden olmaktadır. Bu durum yurtiçi yatırımları olumsuz etkileyebilir. Ayrıca sürekli sermaye girmesi için gerekli olan yüksek faiz politikaları sebebiyle

hükümetlerin ekonomi politikaları uygulayabilme kabiliyetlerinin azaldığı söylenebilir (Yentürk, Çimenoğlu 2003: 79).

Sermaye hareketlerinin çeşitli ülkelerdeki yatırım düzeylerine etkisi hususunda görüş birliği bulunmamaktadır. Sermaye hareketliliğinin serbest bırakılmasını savunanlar, sermaye girişinin gelişmekte olan ülkelerdeki tasarruf yatırım miktarını artırabileceği görüşüne sahiptir. Sermaye hareketlerine eleştirel bir tutum takınan bazı ekonomistler, fon girişlerinin yatırımları olumsuz etkileyebileceğini ve ortaya çıkacak etkilerin sermayenin türüne ve kullanılacağı alanlara göre değişeceğini savunmaktadırlar (Gürbüz 2006: 54).





İKİNCİ BÖLÜM

2. DÜNYADA ve TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ

Yüzyıllar boyunca hareket eden sermaye, 19.yüzyılda çok daha aktif hale gelmiştir. 19.yüzyılın ilk yıllarında İngiltere'nin petrol ve hammadde ihtiyacı için sömürge ülkelerde yaptığı yatırımlar, yabancı sermaye yatırımlarının ilk hareketleri olarak sayılabilir. 19.yüzyılda İngiltere'den sonra ABD'de de sermaye yatırımları gelişmiş ve Birinci Dünya Savaşı döneminde ABD, İngiltere'nin hızını kesmiştir. Birinci Dünya Savaşı ve sonraki yıllarda ABD yabancı sermaye hareketlerinde ön plana çıkmış fakat 1929 buhranı ABD gibi birçok yatırımcı ülkenin yatırım planlarını olumsuz etkilemiştir.

19. yüzyılda sanayileşmelerini büyük oranda tamamlayan Avrupalı devletler, ürünlerine yeni pazarlar bulabilmek için gelişmiş ülkelerin önderliğinde örgütler kurmuşlardır. Bu örgütlerin amacı, ülkeler arası ticareti ve sermaye hareketlerini yaygınlaştırarak, küresel ve bölgesel çapta ekonomik örgütlenmelerin geliştirilmesi olmuştur. Bu dönemde mamul mallar az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelere doğru hareket ederken, hammadde ihracatı bunun zıt yönünde ilerlemiştir. Gelişmekte olan ülkeler ve az gelişmiş ülkeler sanayileşme yarışında geri kalmalarına ek, nüfusları itibariyle de gelişmiş ülkelere yönelik sermaye hareketinde bulunamamışlardır. Zira bu ülkelerde devlet harcamalarının artması sonucunda artan talebin ithalat yoluyla karşılanması ödemeler bilançosunda açık verilmesine neden olmuş ve zaten yetersiz olan tasarruflar kendi ülkesi dışına çıkamamıştır. Ödemeler dengesinde problem olmayan gelişmiş ülkeler yatırım maliyetlerinin ihracat maliyetlerinden düşük olması sebebiyle sermaye yatırımlarını farklı ülke ve bölgelere kaydırmışlardır.

2.1. Dünyada Sermaye Hareketleri

İkinci Dünya Savaşı'nın başlaması sermaye yatırımlarında yeni bir dönemin başlamasını sağlamıştır. Savaş öncesinde genellikle portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen sermaye hareketleri, savaş sonrasında farklı yatırım türleri üzerinde

yoğunlaşmıştır. Bu süreç savaştan sonra gelişerek uluslararası ticaret ve dünya ekonomisi için daha önemli hale gelmiştir. Yine bu sürecin temelinde doğrudan yabancı yatırımlar ve özel sermaye yatırımları bulunmaktadır (Karluk 1983: 13). İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra ekonomik açıdan çökmüş Avrupalı devletlere toparlanabilmeleri için ABD tarafından verilen bağış ve krediler de sermaye hareketlerini artırmıştır.

1950'li yıllarda ülkelerin ekonomik büyüme çabaları artmış ve gelişmekte olan ülkeler sanayileşmiş ülkelerin hammadde ihtiyaçlarını karşılama ve endüstriyel ürünlerin ithalatını önlemeye yönelik çözümler aramışlardır. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkeler de teknoloji ve yönetim bilgisi gibi ihtiyaçlarını karşılamak için sermaye kaynaklarının artırılmasını istemişlerdir. Çeşitli politikalar sonucu 1960'lı yıllardan 1980'li yıllara kadar yabancı sermaye yatırımları yaklaşık 5 kat artmıştır. Sanayi Devrimi'nin bir neticesi olarak 1950'lerden sonra batıdaki sanayileşmiş devletlerin sermaye birikimleri, birçok şirketi bu sermayeden en fazla kârlılığı sağlayabileceği alanları aramaya yöneltmiştir (Tuncer 1968: 16).

1960'lı yıllarda ABD'nin Vietnam'a savaş açması sebebiyle ABD savunma harcamaları artmış ve dünya üzerinde dolara karşı spekülasyon oluşmaya başlamıştır. Savaşa ek olarak doların devalüe edileceği söylentileri sebebiyle birçok ülkenin ABD'den dolarlarına karşılık gelen miktarda altın istemeleri ABD ekonomisini zora sokmuştur. Bu olay üzerine ABD hükümeti, 1971'de doların altına konvertibilitesini askıya almış ve böylece dalgalı kur sistemine geçilmiştir. 1970'lerdeki petrol krizleri de petrol ithal eden ülkelerde enflasyona neden olmuş ve sermaye hareketliliğinin azalmasına neden olmuştur. Sermaye hareketleri 1980 öncesi dönemde Latin Amerika ekonomilerine doğru artış göstermiştir. 1980 borç krizi nedeniyle sermaye hareketleri Doğu Asya ülkelerine kaymıştır (Seyidoğlu 2013: 637).

Kriz nedeniyle ülkesine dönen yüksek miktardaki sermaye gelişmiş ülkelerdeki finansal sisteme zarar verebilir ve bu zarar finansal krize yol açabilecek nitelikte olabilir. Bununla birlikte yükselen ekonomilerde patlak verebilecek bir kriz gelişmiş ülkeleri de etkileyebilir.

Sermaye hareketleri aslında 1973 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesinin ardından ortaya çıkmıştır. 1980’li yıllarda kapitalist ekonomilerdeki liberalleşme, yabancı finansman bulabilmek için Dünya Bankası ve IMF’nin dayattığı yapısal uyum programlarına uymak mecburiyetinde kalan gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşmiştir. Devlete ek finansman sağlayan özelleştirmeler iktisat politikası aracı olarak nitelendirilmiş, faizler serbest bırakılmış ve sonunda uluslararası sermayenin dolanımı serbest hale gelmiştir (İnsel, Sungur 2003: 2). Bu serbestleşme neticesinde gelişmiş ülkelerdeki fazla sermaye, doğrudan yatırım olarak ya da portföy yatırımı şekliyle kâr oranlarının yüksek olduğu ülkelere yönelmiştir.

Günümüzde temel amacı faiz kur arbitrajıyla maksimum kârı hedefleyen sermaye akımları asıl olarak gelişmiş devletlerden çıkmıştır. Gelişmiş ekonomilerdeki tasarruf fazlalığı kâr amacıyla farklı ekonomilere hareket etmiştir. Özellikle 2000-2006 arası periyotta kriz dönemleri hariç tutulduğunda gelişmiş ülkelerdeki likiditenin sürekli arttığı söylenebilir. Kriz döneminde ise sermaye tekrar kendi ülkesine hareket etmiştir. Örneğin 2008’deki krizde önceden kendi ekonomilerinden çıkan sermaye, ABD ve İngiltere ekonomilerine geri dönmüş ve bu dönüşlere paralel olarak ekonomik büyümeleri durmuştur. Nitekim ABD’deki bu krizden sonra ülkelerin Merkez Bankası rezervleri toplamı iki kata yakın artmış bu da yatırım amaçlı ülkesinden çıkan sermayenin tekrar kendi ülkesine girdiğinin göstergesi sayılmıştır (Doğan 2009: 12).

2.2.Dünyadaki Ekonomik Krizler ve Sermaye Hareketleri

Bu başlık altında sermaye hareketlerinin sebep olduğu krizler ele alınmaya çalışılacaktır. Bu kapsamda Meksika, Asya, Rusya Brezilya ve Arjantin krizleri incelenecektir.

2.2.1.Meksika Krizi

1987 yılında Meksika dövize dayalı bir ekonomik istikrar paketini uygulamaya koymuştur. Dolara karşı Meksika pezosu sabitlenerek bu istikrar uygulamasında bir araç olarak kullanılmıştır. Ocak 1989’dan Kasım 1991’e kadar kurun aşamalı olarak önceden planlanan oranlarda devalüe edilmesini kapsayan bir politika uygulanmıştır. Enflasyonu ve enflasyon beklentilerinin oluşturacağı baskıyı

azaltmak için devalüasyon oranı enflasyon oranının altında uygulanmıştır. 1991'in sonlarından itibaren pezonun dalgalanma aralığı genişletilerek döviz kuru bandı uygulanmıştır. Ancak Ekim 1993'e kadar dolar-pezo paritesi hemen hemen sabit kalmıştır. Uygulanan istikrar programı kapsamında kamu maliyesini düzeltecek önlemlere başvurulmuş özelleştirme ve finansal reformlar yapılmıştır. Buna ilaveten dış borçlar yapılandırılmış ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşmasına katılarak dış ticaretinin serbestleşmesine yönelik büyük bir adım atılmıştır. Bununla birlikte faizler serbest bırakılmış, kredi kısıtlamalarıyla birlikte bankaların nakit tutma mecburiyetleri kaldırılmıştır.

1990'lı yıllarda model ekonomi ismiyle anılan Meksika, Dünya Bankası ve IMF tarafından sunulan programlar kapsamında birçok reform yaparak yabancı sermayenin tercih ettiği ülkelerden biri olmuştur. Ancak bu sermayenin kısa vadeli olması olumsuz durumlara yol açmıştır. Kısa vadeli sermayenin girmesiyle pezo aşırı değerlenmiş ve bu sebeple ihracat ciddi oranda azalmış ve ithalat miktarı yüksek oranda artmıştır. Sonuç olarak dış ticaret açığı oluşmuştur. Diğer ekonomik bozulmalar ve bütçe açığının da artmasıyla seçim kararı alınmıştır. Daha sonra gerekli altyapı tesis edilmeden özelleştirilen bazı bankaların dış borçlanma yardımıyla ülke içine verdikleri kredilerin geri dönmemesi sebebiyle bu bankalar iflas etmeye başlamışlardır. Bu durum yabancı yatırımcılarda risk algısı oluşturmuş ve sermaye hızla çıkmaya başlamıştır. Yabancı sermaye ile büyüyen Meksika ekonomisinden sermaye çıkışı krize neden olmuştur. Merkez Bankası piyasadan pezo çekerek değerini artmaya çalışsa da başarılı olamamıştır. Ayrıca Merkez Bankasının müdahalesiyle devalüasyon beklentisi artmış ve faiz oranları yükselmiştir. Böylece kriz daha da derinleşmiştir.

Meksika Hükümetinin kur bandını genişletme kararı almasıyla birlikte pezo hızlı şekilde değer kaybetmiş ve ulusal rezervler âdeta erimiştir. Bunun üzerine pezo dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu kriz diğer Latin Amerika ülkelerini de etkileyerek borsalarda önemli düşüslere neden olmuştur. Kriz nedeniyle portföy yatırımları azalmıştır. Ayrıca 1995'te yaklaşık 34 milyar dolar portföy yatırımı Meksika'dan çıkmıştır. Merkez Bankası rezervleri 25 milyar dolardan yaklaşık 5 milyar dolara düşmüştür. Yaşanan krizin ardından Meksika için kurtarma planı hazırlanmıştır. IMF ve diğer ülkelerden kredi alınarak krizin yaraları sarılmaya çalışılmıştır. Bankacılık

sektörünün zayıf olması sebebiyle ani mevduat çıkışları bankacılık sektöründe çökme riskini ortaya çıkarmıştır (Akdemir2017: 58-59).

Uygulanan politikalar sonucunda Meksika ekonomisi nispeten toparlanmaya başlamıştır. Meksika bankacılık sektörü kısa zamanda uluslararası sermaye piyasalarına dönmüş ve kriz öncesi faiz oranlarına yakın faizlerle fon sağlamaya devam etmiştir.

2.2.2.Asya Krizi

Asya ülkelerindeki genel ekonomik duruma bakıldığında enflasyon oranlarının düşük, bütçelerin denk, kamu borçlarının kontrol altında ve tasarruf yatırım miktarlarının yüksek olduğu görülmektedir. Ancak Asya ülkelerindeki spekülasyon sermaye hareketlerine finans ve bankacılık sektöründeki bunalımlarda eklenince kriz ortaya çıkmıştır.

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra tasarruflarını artırarak bu fonları sanayi sektörüne aktaran Japonya, hızlı bir şekilde büyümüş ancak piyasaların doygunluğa ulaşması nedeniyle bu tasarrufların nasıl değerlendirileceği tartışılmaya başlanmıştır. Sonraları ise Japonya bu fonları Asya ülkelerine kredi olarak vermeye başlamıştır. Bu ülkelerdeki bankalar Japonya'nın dışında özellikle ABD'deki bankalardan düşük faizle kredi alıp, ülkelerinde yüksek faizle satmışlardır.

Bankaların geri dönmeyen kredilerindeki artış menkul kıymetlerde fiyat düşüşüne neden olmuş ve belirli bir dönem bu kısır döngü devam etmiştir. Bu kısır döngünün devam etmesiyle faiz oranlarının artması, piyasalarda geri çekilmeye neden olmuş ve sonuç olarak ekonomide yavaşlamaya neden olmuştur. Bankalar yabancı para cinsinden borçlanarak piyasaya dağıtılan kredilerin geri dönmemesi nedeniyle kriz yaşamışlardır. Finans sektöründeki bu kriz reel sektöre de sıçramış işsizlik oranları fırlamış ve iflas eden şirketlerin sayısı artmıştır. Asya krizi esasen özel sektör kaynaklı bir krizdir. Asya ülkelerindeki yatırımların yen ve dolar cinsinden finanse edilmeleri krizin bir diğer sebebidir. Bu durum ekonomik istikrarı bozarak borç yükünün daha da artmasına neden olmuştur. Asya ülkelerindeki ihracat mallarının değerinin azalması, yenin değerinin düşmesi krizi tetikleyen dışsal nedenlerden birkaçıdır. Öte yandan Çin'in devalüasyon yaparak piyasaya girmesi Asya ülkelerinin rekabet güçlerini kırması da krizi tetikleyen başka bir sebeptir. Bu

kriz sebebiyle Asya ülkelerinden 1997 yılında net 12 milyar dolar sermaye çıkmıştır (Ergi 2001: 948).

Sonuç olarak Asya ülkelerine yönelik spekülasyon sermaye akımları ulusal para birimlerinin aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Bu durum ise ihracatın azalmasına yani cari açığın artmasına neden olarak krizi tetiklemiştir.

2.2.3.Rusya Krizi

Sovyetler Birliği'nin dağılmasının ardından Rusya'da serbest piyasa ekonomisine geçiş hızlanmıştır. Geçiş döneminde önemli ekonomik düzenlemeler yapılsa da ekonomik sistemde sağlıklı bir yapı oluşturulamamıştır. Rus yetkililer fiyatlara müdahale etmemiş, dış ticarete izin vermiş ve rublenin piyasa mekanizması yoluyla belirlenmesine olanak tanımışlardır. Aynı dönemde çok sayıda özelleştirme yapılmıştır. Bununla birlikte bütçe gelirlerinin düşük olması ve kayıt dışılık, ekonomik yapıda önemli sorunlara yol açmıştır (Kara 2002: 69).

Rusya'da enflasyonun düşürülmesi ve dış ticaretin serbestleştirilmesine yönelik başarılı politikalar uygulanmasına rağmen yüksek bütçe açıkları ve üretim miktarının azalması Rus ekonomisini sıkıntıya sokmuştur. Kriz öncesi dönemde, Rusya'nın yaklaşık 140 milyar dolar dış borcu ve 70 milyar dolar hazine bonosu olmak üzere yaklaşık 210 milyar dolar borcu bulunmaktaydı. Aslında Rusya'daki bu borç stoku birçok ülkeyle mukayese edildiğinde çok yüksek değildi fakat kısa vadeli borçların fazla olması ekonomi için sorun oluşturmuştur. Bu durum Rusya'ya olan güvenin azalmasına neden olmuştur. Borçlanılarak elde edilen kaynaklar yatırımlar yerine cari harcamaların finansmanında kullanılmıştır (DPT 2007: 3-4).

Meksika krizinden sonra yabancı sermaye Rusya'ya yönelmiştir. Bunun asıl sebebi değerli kâğıt getirilerinin diğer ülkelere kıyasla daha fazla olmasıdır. Rusya'da finansal sektörde faaliyette bulunan şirketlerde dış borç finansmanı sağlayarak portföylerindeki değerli kâğıt miktarlarını artırmışlardır.

Asya krizine ilave olarak petrol fiyatlarının azalması nedeniyle Rusya'nın ihracat hâsılatının azalması ödemeler dengesi üzerine baskı oluşturmuştur. Bu risk ortamı nedeniyle Rusya'dan 1997 yılının ortalarından itibaren sermaye çıkışı artmaya başlamıştır. 1998'in ilk aylarında yabancı yatırımcılar değerli kâğıtlarının satımını

hızlandırmışlardır. Rusya'ya gelen yabancı sermayenin içinde en büyük paya sahip olan portföy yatırımları ciddi oranda azalmış ve 1999 da negatife dönmüştür. Rusya'daki kriz sonucunda sermaye akımları %183 azalarak negatif hâneleri görmüştür. Rusya hükümeti kriz nedeniyle bazı ekonomik tedbirler almıştır. Bu bağlamda rublenin dalgalanma aralığı artırılmış ve dış borçlar için moratoryum ilan edilmiştir (Keskin 2008: 101). Ekonomik temelleri sağlam olmayan Rusya'dan spekülative nitelikte sermayenin çıkması krizi tetiklemiş ve bu krizin etkileri 1999 yılı ortalarına kadar sürmüştür.

2.2.4.Brezilya Krizi

1980'li yıllardan itibaren Brezilya'da büyüme oranlarında dalgalanmaların yaşandığı, faiz oranlarının yüksek olduğu ve dış borçlarının fazla olduğu gözlemlenmiştir. Bunlara ek siyasi gerilimler nedeniyle enflasyon %2700'leri aşmıştır. 1994 yılında uygulanmaya başlayan Real planı ile enflasyon azalmış, daraltıcı politikaların uygulanması neticesinde ortalama %4 büyüme hızına ulaşmış ve özelleştirme programlarının başarılı olmasıyla birlikte Brezilya yatırımcılar için cazip bir ülke haline gelmiştir. Ancak daha sonra Asya krizi Brezilya'yı da olumsuz etkilemiştir. Brezilya'ya sermaye girişi 1970'li yıllarda artmış, Meksika kriziyle sermaye girişleri azalmış fakat 1990'lı yıllardan sonra tekrar artmıştır. (Yay vd 2001: 41; Akdiş 2000: 89).

Rusya kriziyle başlayan güvensizlik ortamı yatırımcıların ülkeden çıkışlarını hızlandırmıştır. Rusya krizinin başlamasından birkaç ay sonra Brezilya'dan yaklaşık 30 milyar dolar sermaye çıkmıştır. Brezilya ulusal para birimi spekülative saldırılara maruz kalmıştır. Brezilya realinin saldırılara karşı korunması için faizler artırılmış bu da bütçe açıklarının artmasına neden olmuştur. Faiz artırımını nedeniyle değerlenen realin dolara endekslenmesi devalüasyon beklentisini artırmıştır. Tüm bu olumsuzluklara ilave, ülkedeki bir eyaletin 15 milyar dolar borcunu hükümete ödemeyeceğini bildirmesi, real üzerindeki baskıyı artırmıştır. Real üzerindeki baskılar realin devalüe edilmesine neden olmuştur. Yapılan devalüasyonun beklentilerin altında olması nedeniyle spekülative ataklar devam etmiş ve Brezilya Merkez Bankası 15 Ocak 1999'da kura müdahale etmekten vazgeçerek, realin dalgalanmasına izin vermiştir (Akdiş 2000: 89).

Hızla büyüyen Brezilya ekonomisine yabancı sermaye akın etmiş ancak daha sonra oluşan güvensizlik ortamı nedeniyle bu sermaye geri çıkmıştır. Bu da sermaye hareketlerinin Brezilya krizindeki etkisini göstermektedir. Brezilya’da baş gösteren krizin diğer nedenleri ise sabit kur politikası uygulanması ve yüksek kamu açıkları verilmesi olmuştur.

2.2.5.Arjantin Krizi

Arjantin, yıllardan beri süregelen enflasyon sorununu aşmak ve diğer ekonomik amaçlarını gerçekleştirmek için 1991’de konvertibilite programını uygulamaya başlamıştır. İstikrarın sağlanabilmesi için dolar pesoya endekslenmiştir. Konvertibilite programı işe yaramış ve fiyat istikrarı sağlanmıştır. Programın ilk yıllarında enflasyon kontrol altına alınmış ve enflasyon tek haneli rakamlara düşmüştür (İnan 2002: 57-58). Yine aynı dönemde özelleştirme programları uygulamaya konulmuştur. Özelleştirme programlarına ilaveten istikrarın sağlanmış olması ve görece yüksek faiz oranları Arjantin ekonomisine sermaye girişini artırmıştır. İlk yılda Arjantin ekonomisine sermaye girişleri artmıştır. Bu sermaye girişleri Arjantin ekonomisinin büyüme sürecini hızlandırmış fakat ekonomik büyüme dış kaynakla sağlandığından büyüme istikrarlı olmamıştır. Özelleştirme gelirleri, mali dengenin sağlanabilmesi için önemli olmuş fakat sonraki dönemde özelleştirilecek varlık kalmadığından süreklilik sağlayan bir kaynak olmamıştır. Özelleştirme politikasının durması Arjantin’in uzun vadeli yatırım alma ihtimalini azaltmıştır. Bu durumda sermaye girişlerinin azalmasını önlemek için büyük miktarlarda ve değişken yapıdaki portföy gelirleri kullanılmak istenmiştir. Dolar üzerinden çıkarılan tahvillere talep fazla olmuş ve portföy satışları artmıştır. Öte yandan kamusal dengesinin açık vermesinin önlenmesi amacıyla portföy yatırımlardan elde edilen gelirlerin kullanılması borç yükünü artırmıştır (İnan 2002: 60).

Asya krizinden komşu ülkelere göre daha az etkilenen Arjantin’de Rusya’nın moratoryum ilan etmesi ve Brezilyanın devalüasyon yapması, ekonomik krizi tetiklemiştir. Brezilya’nın devalüasyon yapması Arjantin’i Brezilya’ya göre daha pahalı hale getirerek rekabet gücünü azaltmıştır. Öte yandan doların değerinin

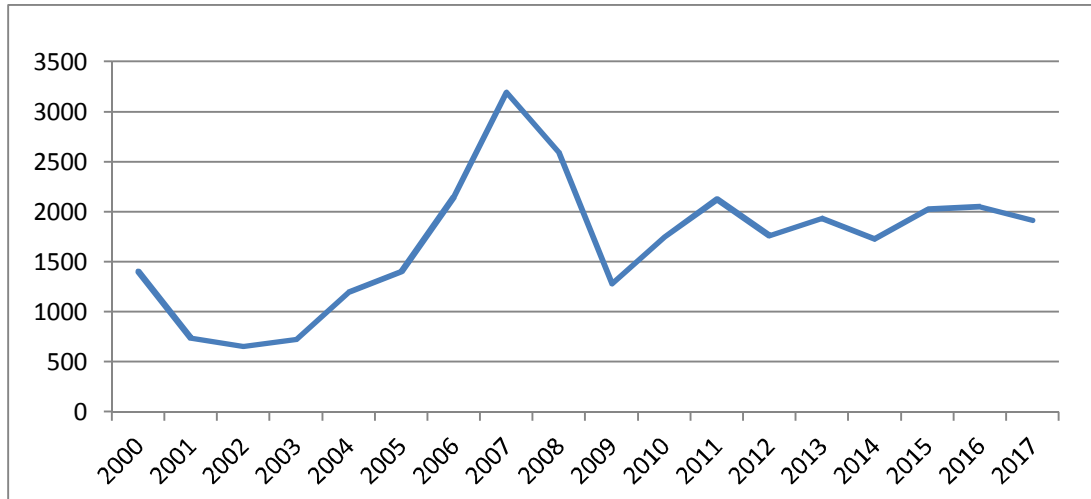
artması dolara endekslenen pesonun da değerinin artmasına neden olarak ihracat gelirlerini azaltmıştır.

Kriz detaylı olarak incelendiğinde özelleştirmeden elde edilen gelirlerin verimli yatırımlarda kullanılmaması, istikrarın sağlanamaması ve büyümenin dış finansman kaynağıyla geręekleşmesi ekonominin yapısını daha kırılgan hale getirmiştir. Kriz yerli paranın değer kaybetmesine ve ekonomik daralmaya neden olmuştur. Konvertibilite programının uygulanamayacağının anlaşılması üzerine Arjantin moratoryum ilan etmiştir (Akdemir 2017: 87).

Ekonomi için risk oluşturan spekülatif sermaye ataklarının olduğu bir ortamda, gerekli zemin oluşturulmadan uygulanan neo-liberal politikaya geçiş süreci kısa vadede ekonomik büyümeyi artırsa da uzun vadede krize yol açabileceği görülmüştür. Öte yandan IMF'nin uygulanmasını istediği liberizasyon politikalarının da krize yol açması dikkat çekmektedir (Öniş, 2003: 15'den aktaran Akdemir 2017: 68).

2.3. Sermaye Hareketlerinin Dünyadaki Mevcut Durumu

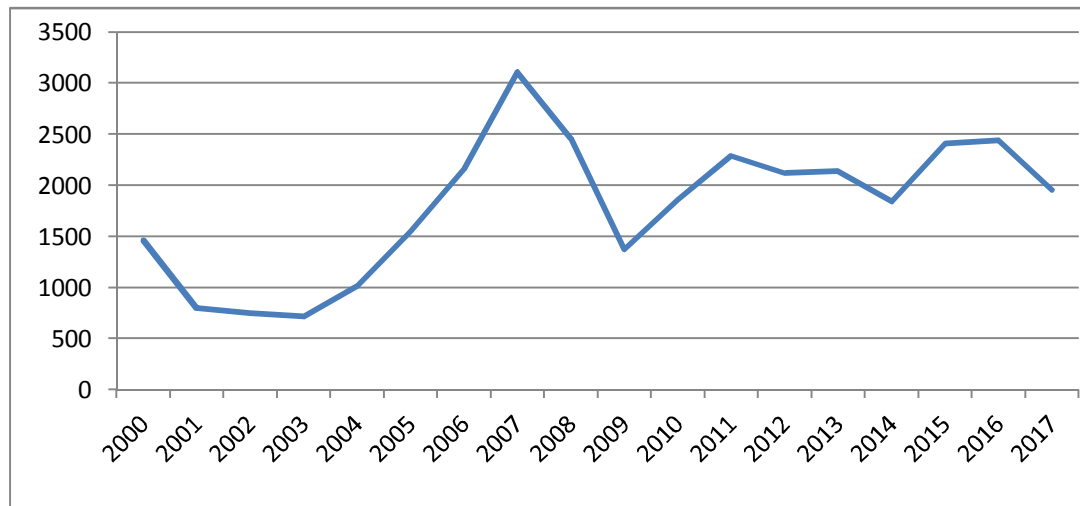
Dünyada toplam sermaye girişleri 2003 yılına kadar azalan bir seyir izlemiştir. 2004 yılında 1 trilyon doların altına düşmüştür. Bu yıldan sonra, 2008'deki küresel krize kadar istikrarlı bir şekilde artmış ve 2007 yılının ortalarında sermaye hareketliliği 3 trilyon doları aşmıştır. Kriz sonrasında sermaye girişleri azalmaya başlamıştır. Piyasaların toparlanmaya başlamasıyla 2009 yılından sonra sermaye hareketliliği tekrar artmaya başlamış ve 2010 yılından itibaren dalgalı bir seyir izlemiştir. 2011-2017 yılları arasında 2-2,5 trilyon dolar bandında geręekleşen sermaye hareketleri 2017 yılında 2 trilyon dolar civarında geręekleşmiřtir.



Kaynak: Dünya Bankası (2019).

Şekil 1. Dünya Net Doğrudan Sermaye Girişi Toplamı (Milyar Dolar)

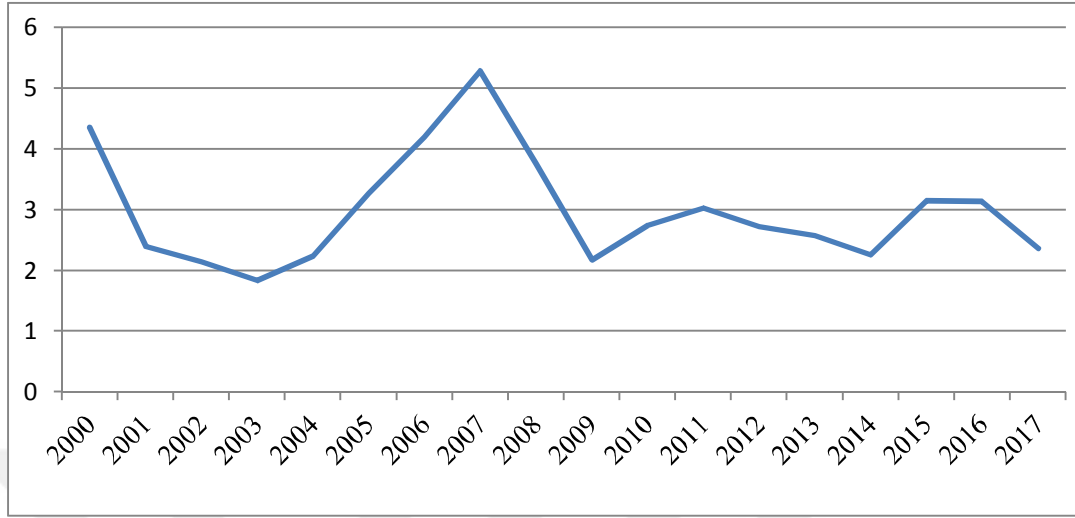
Dünya geneli toplam sermaye çıkışları 2003 yılına kadar azalmış ve yaklaşık 500 milyar dolara gerilemiştir. 2003-2008 arası dönem boyunca sermaye çıkışları sürekli artmış ve 2008 yılında 3 trilyon dolar civarında sermaye çıkışıyla maksimum olmuştur. Krizden sonra sermaye çıkışları 2010 yılına kadar azalmış ve yaklaşık 1,5 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2011 yılında ise 2 trilyon dolar çıkış olmuştur. Sermaye çıkışları sonraki dönemlerde istikrarsız bir seyir izlese de 2016-2017 yılları arasında nispeten istikrarlı düzeyde gerçekleşmiştir.



Kaynak: Dünya Bankası (2019).

Şekil 2. Dünya Net Doğrudan Sermaye Çıkışı Toplamı (Milyar Dolar)

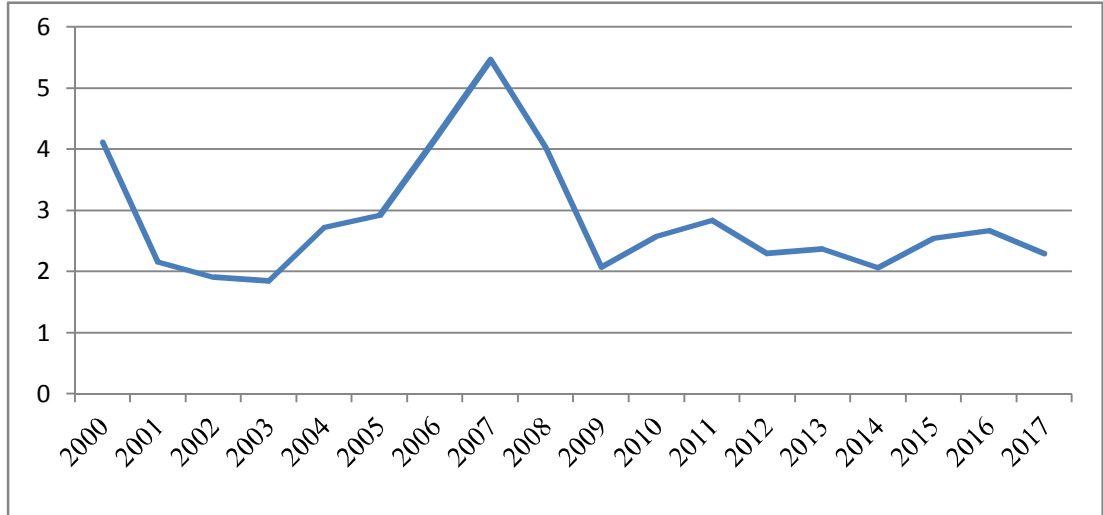
Dünya toplam GSYİH'ye göre sermaye hareketleri oranı aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.



Kaynak: Dünya Bankası (2019).

Şekil 3. Dünya Net Doğrudan Sermaye Girişi Toplamı (% GSYİH)

Dünya toplamı sermayenin giriş yaptığı ülkelerdeki toplam GSYİH'ye oranlandığı tabloda 2004 yılına kadar bu oranın azaldığı görülmektedir. 2004 yılından, küresel krize kadar bu oran artmış, küresel krizle birlikte bu durum terse dönmüştür. İzleyen yıllarda ise dalgalı seyir göze çarpmaktadır.



Kaynak: Dünya Bankası (2019).

Şekil 4. Dünya Net Doğrudan Sermaye Çıkışı Toplamı (% GSYİH)

Toplam sermaye hareketlerinin GSYİH'ye oranlanarak oluşturulan ikinci grafikte ilk grafikten farklı olarak 2009 yılından itibaren daha dar bir aralıkta hareket görülmektedir. Genel eğilim ilk grafiğe benzer niteliktedir.

Sermaye hareketlerinin bölgelere göre sınıflandırıldığı aşağıdaki tablo incelendiğinde, 1980 yılında en fazla sermaye girişi 22,7 milyar dolarla Kuzey Amerika bölgesine gerçekleşmiş onu 20 milyar dolarla Avrupa ve Merkez Asya bölgesi izlemiştir. Aynı yıl Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesi'nde sermaye girişleri ise negatif olmuştur. 1990 yılında dünyada toplam 196,3 milyar dolarlık sermaye girişi olmuş ve en büyük payı Avrupa ve Merkez Asya bölgesi almıştır. Bu bölgeleri Kuzey Amerika bölgesi izlemiştir. 2000 yılında da en fazla sermaye girişi Avrupa ve Merkez Asya ve Kuzey Amerika bölgelerine olmuştur. Diğer yıllarda incelendiğinde en fazla sermaye girişleri Avrupa ve Merkez Asya bölgesine olmuştur. Dünya toplam sermaye girişleri 2015 yılında 2,4 trilyon dolar civarındayken, 2016 yılında 2,43 milyar dolara yükselmiş ve 2017 yılında azalarak 1,95 trilyon olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 1. Bölgelere Göre Net Doğrudan Sermaye Girişi (Milyar Dolar)

Ülke	1980	1990	2000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Avrupa & Merkez Asya	20,0	97,6	749,0	692,4	999,8	882,8	702,3	509,8	815,7	984,8	696,4
Batı Asya & Pasifik	4,9	29,8	174,7	496,9	560,4	517,2	590,4	614,7	609,1	531,6	515,2
Güney Asya	0,2	0,5	4,4	31,7	40,6	27,8	33,5	40,3	49,7	50,8	47,1
Kuzey Amerika	22,7	56,1	418,4	294,0	301,6	299,8	355,2	316,0	570,6	529,0	382,1
Latin Amerika & Karayip	6,4	8,4	95,4	228,1	282,4	287,5	353,6	268,5	266,7	252,7	237,4
Orta Doğu & Kuzey Afrika	-3,1	2,6	12,2	87,6	62,3	63,3	61,1	52,3	50,9	55,8	54,7
Sahra altı Afrika	0,3	1,2	6,9	32,9	42,8	39,6	41,5	42,6	45,6	31,7	24,1
Dünya	51,5	196,3	1461,0	1863,5	2290,1	2117,9	2137,6	1844,2	2408,2	2436,5	1956,8

Kaynak: Dünya Bankası (2019).

2010-2017 arası dönemde en çok sermaye çıkışı Avrupa ve Merkez Asya ülkelerinde olmuştur. Toplam sermaye çıkışları 1980 yılında yaklaşık 56 milyar dolarken, 1990 yılında yaklaşık 278 milyar dolar, 2000 yılında ise 1,4 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Sermaye çıkışları 2010-2016 yılları arasında istikrarsız bir seyir izlemiş ve 2017 yılında yaklaşık 2 trilyon dolar olmuştur. Öte yandan dünya toplamına bakıldığında giriş ve çıkış miktarlarının 2016 yılında maksimum olduğu gözlemlenmiştir.

Tablo 2. Bölgelere Göre Net Doğrudan Sermaye Çıkışı (Milyar Dolar)

Ülke	1980	1990	2000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Avrupa & Merkez Asya	27,0	146,0	970,8	826,9	1082,1	793,1	816,4	499,5	888,3	959,8	793,4
Doğu Asya & Pasifik	3,5	65,6	139,3	361,5	381,6	385,9	442,4	544,3	492,3	554,7	482,0
Güney Asya	0,0	0,0	0,5	16,2	13,1	9,0	2,6	11,9	7,7	5,4	11,4
Kuzey Amerika	23,1	66,0	233,0	386,2	486,4	439,7	447,3	452,6	391,2	383,9	460,4
Latin Amerika & Karayipler	0,5	-0,3	53,4	122,0	124,6	111,2	169,3	167,0	199,5	90,9	124,7
Orta Doğu & Kuzey Afrika	0,7	0,2	5,9	32,6	34,6	15,9	37,5	36,9	35,1	48,3	32,2
Sahra altı Afrika	1,0	0,4	1,3	6,4	4,6	9,6	17,0	15,0	10,1	9,2	11,4
Dünya	55,9	277,9	1404,3	1751,7	2127,0	1764,5	1932,5	1727,2	2024,2	2052,1	1915,5

Kaynak: Dünya Bankası (2019).

GSYİH'nin yüzdesi olarak aşağıdaki tabloda incelenmiştir. Tablolar incelendiğinde son 7 yılda oransal olarak en fazla sermaye 2013 ve 2014 yılları hariç Avrupa ve Merkez Asya bölgelerine gelmiştir. 2013 ve 2014 yıllarında ise Latin Amerika ve Karayıp bölgesindeki ülkelere gelmiştir.

Tablo 3. Bölgelere Göre Net Doğrudan Sermaye Girişi (% GSYİH)

Ülke	1980	1990	2000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Avrupa & Merkez Asya	0,5	1,3	7,7	3,3	4,3	4,0	3,0	2,2	4,0	4,9	3,3
Doğu Asya & Pasifik	0,3	0,6	2,1	2,9	2,8	2,5	2,8	2,8	2,8	2,4	2,1
Güney Asya	0,1	0,1	0,7	1,6	1,8	1,2	1,4	1,6	1,8	1,8	1,4
Kuzey Amerika	0,7	0,9	3,8	1,8	1,7	1,7	1,9	1,6	2,9	2,6	1,8
Latin Amerika & Karayip	0,9	0,7	3,6	3,3	3,5	3,4	3,2	3,3	3,8	3,5	3,1
Orta Doğu & Kuzey Afrika	-0,4	0,3	1,3	3,2	2,0	1,8	1,8	1,5	1,7	1,8	1,8
Sahraaltı Afrika	0,1	0,4	1,9	2,4	2,8	2,5	2,4	2,4	2,8	2,1	1,5
Dünya	0,5	0,9	4,4	2,7	3,0	2,7	2,6	2,3	3,1	3,1	2,4

Kaynak: Dünya Bankası (2019).

Aynı dönemde en fazla sermaye çıkan ülke grubu yine Avrupa ve Merkez Asya bölgelerindeki ülkelerde olmuştur. En az çıkış ise Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgelerinde olmuştur.

Tablo 4. Bölgelere Göre Net Doğrudan Sermaye Çıkışı (% GSYİH)

Ülke	1980	1990	2000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Avrupa & Merkez Asya	0,7	1,8	9,8	4,0	4,7	3,6	3,5	2,1	4,4	4,8	3,7
Doğu Asya & Pasifik	0,2	1,4	1,7	2,1	2,0	1,8	2,1	2,5	2,3	2,5	2,0
Güney Asya	0,0	0,0	0,1	0,8	0,6	0,4	0,1	0,5	0,3	0,2	0,3
Kuzey Amerika	0,7	1,0	2,1	2,3	2,8	2,4	2,4	2,4	2,0	1,9	2,2
Latin Amerika & Karayipler	0,1	0,1	0,4	1,0	1,0	0,9	0,8	1,0	1,1	0,8	0,4
Orta Doğu & Kuzey Afrika		0,0	0,6	1,2	1,1	0,5	1,1	1,1	1,1	1,6	1,2
Sahra Altı Afrika	0,6	0,2	0,4	0,5	0,3	0,6	1,1	0,9	0,7	0,7	0,8
Dünya	0,6	1,3	4,1	2,6	2,8	2,3	2,4	2,1	2,5	2,7	2,3

Kaynak: Dünya Bankası (2019).

2016 yılında GSYİH'ye oranla en fazla sermaye girişi %4,9 oranla Avrupa & Merkez Asya ülkelerine, en fazla sermaye çıkışı ise %4,8 oranla Avrupa & Merkez Asya ülkelerine olmuştur. Aynı yıl dünyadaki toplam GSYİH'nin %3,1'i kadar sermaye girişi, %2,7'si kadar sermaye çıkışı olmuştur. 2017 yılı incelendiğinde GSYİH'ye oranla en fazla sermaye girişi %3,3 oranla Avrupa & Merkez Asya ülkelerine, en fazla sermaye çıkışı ise %3,7 oranla yine Avrupa & Merkez Asya ülkelerine olmuştur. Aynı yıl dünyadaki toplam GSYİH'nin %2,4'ü kadar sermaye girişi, %2,3'ü kadar sermaye çıkışı olmuştur.

Aşağıdaki tablolarda gelir gruplarına göre sermaye hareketliliği görülmektedir.

Tablo 5. Gelir Gruplarına Göre Net Doğrudan Sermaye Girişi (Milyar Dolar)

Ülke	1980	1990	2000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Yüksek Gelir	44,8	177,4	1325,0	1252,8	1568,2	1466,8	1400,5	1178,5	1779,5	1876,6	1422,4
Yüksek Orta Gelir	5,4	14,3	122,8	502,6	592,6	529,8	610,2	528,5	472,1	434,0	393,2
Düşük Orta Gelir	0,9	4,2	11,2	93,2	111,6	100,5	106,9	121,1	140,9	110,2	126,3
Düşük Gelir	0,3	0,4	1,9	14,9	17,6	20,8	20,0	16,1	15,7	15,7	14,9
Dünya	51,5	196,3	1461,0	1863,5	2290,1	2117,9	2137,6	1844,2	2408,2	2436,5	1956,8

Kaynak: Dünya Bankası (2019).

Gelir gruplarına göre sermaye giriş ve çıkışları incelendiğinde yüksek gelire sahip olan gelişmiş ülkelere sermaye giriş ve çıkışlarının diğerlerine göre fazla olduğu görülmektedir. 2010-2017 döneminde toplam dünya sermaye girişlerinde dalgalanmalarla birlikte en fazla sermaye girişleri 2016 yılında, en fazla sermaye çıkışları 2011 yılında olmuştur. Yüksek orta gelir grubundaki ülkelerde sermaye girişleri en çok 2013 yılında olmuşken, en fazla sermaye çıkışları 2016 yılında

gerçekleşmiştir. Düşük orta gelir grubundaki ülkelere girişler en fazla 2015 yılında olmuşken, çıkışlar 2014 yılında olmuştur. Son olarak düşük gelir grubundaki ülkelerde en fazla sermaye girişi 2012 yılında olurken, en fazla sermaye çıkışı 2012 yılında olmuştur.

Tablo 6. Gelir Gruplarına Göre Net Doğrudan Sermaye Çıkışı (Milyar Dolar)

Ülkeler	1980	1990	2000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Yüksek Gelir	54,0	274,9	1388,9	1527,6	1903,1	1540,9	1661,4	1419,3	1727,8	1740,3	1692,7
Yüksek Orta Gelir	1,5	2,6	14,6	191,3	192,5	193,0	239,8	267,5	266,3	307,9	199,6
Düşük Orta Gelir	0,1	0,5	0,2	31,2	29,8	27,9	30,1	39,3	28,9	2,7	22,2
Düşük Gelir	0,2	0,0	0,7	1,7	1,6	2,6	1,3	1,1	1,1	1,3	1,0
Dünya	55,9	277,9	1404,3	1751,7	2127,0	1764,5	1932,5	1727,2	2024,2	2052,1	1915,5

Kaynak:Dünya Bankası (2019).

2010-2017 arası dönem genel olarak incelendiğinde yabancı sermayenin GSYİH'ye yüzde olarak oranlanmasına göre en fazla giriş düşük gelir grubundaki ülkelere olmuştur. En az giriş ise düşük orta gelire sahip ülkelere olmuştur. 2017 yılında GSYİH'ye göre sermaye fazla düşük gelir grubuna hareket etmiştir. Düşük gelir grubunu sırasıyla yüksek gelir grubu, düşük orta gelir grubu ve yüksek orta gelir grupları izlemiştir.

Tablo 7. Gelir Gruplarına Göre Net Doğrudan Sermaye Girişi (% GSYİH)

Ülke	1980	1990	2000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Yüksek Gelir	0,5	1,0	4,7	2,6	3,0	2,8	2,5	2,2	3,5	3,7	2,6
Yüksek Orta Gelir	0,6	0,7	2,9	3,3	3,2	2,7	2,9	2,4	2,4	2,2	1,8
Düşük Orta Gelir	0,2	0,5	0,9	2,1	2,2	1,9	1,9	2,1	2,4	1,8	1,9
Düşük Gelir	0,5	0,5	1,5	4,5	5,2	5,4	4,7	3,5	3,6	3,8	3,6
Dünya	0,5	0,9	4,4	2,7	3,0	2,7	2,6	2,3	3,1	3,1	2,4

Kaynak: Dünya Bankası (2019).

Aynı dönem boyunca oransal olarak en fazla çıkış yüksek gelir grubundaki ülkelere olmuştur. 2017 yılı irdelendiğinde oransal bazda en az sermaye çıkışları düşük gelire sahip ülkelere, bu ülkelerin ardından düşük orta gelir grubundaki ülkelere ve sırasıyla yüksek orta ve yüksek gelir grubundaki ülkelere olmuştur.

Tablo 8. Gelir Gruplarına Göre Net Doğrudan Sermaye Çıkışı (% GSYİH)

Ülke	1980	1990	2000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Yüksek Gelir	0,6	1,5	4,8	3,2	3,7	3,0	3,1	2,6	3,3	3,4	3,1
Yüksek Orta Gelir	-	0,1	0,4	1,3	1,1	1,0	1,1	1,2	1,3	1,6	0,9
Düşük Orta Gelir	0,0	0,1	0,0	0,7	0,6	0,5	0,6	0,7	0,5	0,0	0,4
Düşük Gelir	-	-	-	0,7	0,6	0,9	0,4	0,3	-	-	0,3
Dünya	0,6	1,3	4,1	2,6	2,8	2,3	2,4	2,1	2,5	2,7	2,3

Kaynak: Dünya Bankası (2019).

Dünyada en çok yatırım çeken 10 ülke tablosu incelendiğinde 2017 yılında en fazla yatırımı 354,8 milyar dolarla ABD alırken bu ülkeyi, sırasıyla Hollanda ve Çin izlemiştir.

Tablo 9. Dünyada En Fazla Doğrudan Yatırım Alan 10 Ülke (Milyar Dolar)

Ülkeler	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ABD	142,3	264,0	263,5	250,3	288,1	251,9	509,1	494,5	354,8
Hollanda	210,0	115,7	331,8	239,8	328,7	117,6	180,8	161,7	316,5
Çin	104,1	243,7	280,1	241,2	290,9	268,1	242,5	174,7	168,2
Hong Kong	41,0	82,7	96,1	74,9	76,9	129,8	181,0	133,3	122,4
Almanya	59,9	86,1	97,5	65,5	67,4	19,8	54,1	58,1	78,0
Brezilya	15,5	88,5	101,2	86,6	69,7	97,2	74,7	77,8	70,7
İngiltere	252,7	66,7	27,0	46,8	54,5	58,9	45,3	265,8	64,7
Singapur	18,1	55,1	49,2	56,2	64,5	69,5	70,6	74,3	63,6
Fransa	85,2	38,9	44,2	33,0	31,6	5,8	42,8	45,3	47,3
Avustralya	-25,1	35,2	65,6	57,6	54,0	46,0	37,4	40,0	45,1
Hindistan	7,3	27,4	36,5	24,0	28,2	34,6	44,0	44,5	40,0
Virgin Adaları	-7,1	50,9	58,0	75,5	109,6	45,9	25,7	43,5	38,4
İsviçre	2,7	17,7	20,8	39,9	-24,9	21,0	115,9	60,5	37,9

Kaynak: Dünya Bankası (2019).

Aynı yıl ABD 379,2 milyar dolarlık sermaye çıkışıyla en fazla sermayenin çıktığı ülke olmuştur. ABD'yi 332,3 milyar dolarla Hollanda izlemiştir. 2010 yılında ABD 264 milyar dolarlık girişle en fazla sermaye alan ülke olurken, bu ülkeyi sırasıyla Çin ve Hollanda izlemiştir. Aynı yıl en fazla sermaye çıkışı ise ABD, Hollanda ve Almanya'da olmuştur.

Tablo 10. Dünyada En Fazla Yatırım Çıkan 10 Ülke (Milyar Dolar)

Ülke	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ABD	52,6	349,8	436,6	377,2	392,8	387,5	307,1	313,0	379,2
Hollanda	266,6	191,5	371,4	238,0	415,8	118,4	252,7	274,9	332,3
Japonya	51,7	79,7	116,8	117,6	155,7	137,9	138,4	173,9	168,6
İngiltere	159,9	54,4	80,8	12,0	46,3	-113,9	-60,2	52,4	147,1
Almanya	89,0	146,7	107,8	99,1	93,4	115,1	129,0	91,2	125,0
Çin	13,7	58,0	48,4	65,0	73,0	123,1	174,4	216,4	101,9
Hong Kong	33,9	98,4	95,9	88,1	83,3	140,9	78,5	75,6	100,9
Kanada	27,3	36,3	50,1	62,3	54,5	64,9	84,2	70,8	81,2
Virgin Adaları	18,2	55,9	55,6	54,0	110,4	92,4	83,2	36,7	70,8
Fransa	118,9	72,6	64,5	52,0	17,6	53,1	51,2	73,3	57,0
Lüksemburg	8,2	23,3	10,7	89,8	22,1	34,2	28,2	44,4	41,2
Rusya	17,9	52,6	66,9	48,8	86,5	57,1	22,1	22,3	39,0
İsveç	38,3	22,1	23,8	17,5	27,9	-3,8	16,3	1,8	36,7

Kaynak: Dünya Bankası (2019).

2011-2013 yılları arasında en fazla sermaye alan ülkeler, sıralamaları değişse de ABD, Hollanda ve Çin olmuştur. 2014 ve 2015 yıllarında Hollanda'nın yerini Hong Kong almış, 2016 yılından itibaren Hollanda 161 milyar dolar sermaye alarak, Hong Kong'un üst sırasına geçmiştir. 2015-2017 yılları arası en fazla sermaye girişi ABD'ye olmuştur. 2011 - 2017 yılları arasında en fazla sermaye çıkışı 2015 yılı hariç ABD'de, 2015 yılında Hollanda'da olmuştur.

GSYİH'ye göre sermaye hareketlerinin yüzdesel olarak hesaplandığı tablo incelendiğinde, 2017 yılında 21,6 milyar dolar hâsılaya sahip Kıbrıs %48,6 oranla yani GSYİH'nin yaklaşık yarısı kadar yabancı sermaye çekmeyi başarmıştır. Bu oranın yüksek olması aslında Kıbrıs'ın diğer ülkelere nazaran daha düşük GSYİH'ye sahip olmasından kaynaklanmış olabilir. 862 milyar dolar GSYİH olan Hollanda'ya GSYİH'nin %38,3'ü oranında sermaye girişi olmuştur. Hollanda'yı Hong Kong ve diğer ülkeler izlemiştir. Listenin son sırasında yer alan ve 11,4 milyar dolar hâsılaya sahip olan Moğolistan'a GSYİH'nin% 13 ü kadar sermaye girmiştir.

Tablo 11. Dünyada En Fazla Yatırım Alan 10 Ülke (% GSYİH)

Ülke	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Kıbrıs	6,2	53,2	-43,5	198,1	-25,0	-3,2	41,2	12,9	48,6
Hollanda	30,9	13,8	37,1	28,9	37,9	13,4	23,9	20,8	38,3
Hong Kong	22,6	36,2	38,7	28,5	27,9	44,6	58,5	41,5	35,8
Malta	341,1	105,8	82,1	36,1	5,0	1,4	27,9	22,0	27,6
Singapur	14,2	23,3	17,8	19,3	21,2	22,3	23,2	24,0	19,6
Mozambik	1,6	12,4	27,9	38,8	41,8	29,5	26,1	28,4	18,8
Sierra Leone	5,5	9,2	32,3	19,0	8,7	7,5	6,0	3,9	14,8
St. Kittsand Nevis	17,1	16,5	14,6	12,6	14,1	19,3	15,0	9,3	13,4
Kongo	13,2	12,7	2,1	-0,5	13,3	20,4	50,0	0,6	13,3
Moğolistan	7,4	23,5	43,9	34,8	16,4	2,8	0,8	-37,2	13,0

Kaynak: Dünya Bankası (2019).

Sermaye çıkışları incelendiğinde yaklaşık 62 milyar dolar hâsılaya sahip olan Lüksemburg'dan 2017 yılında milli hâsılasının yaklaşık %66'sı oranında sermaye çıkmıştır. 862 milyar dolar hâsılaya sahip olan Hollanda'da sermaye çıkışı GSYİH'nin yaklaşık % 40'ı kadar olmuştur. Listenin son sırasında yer alan ve 2,6 trilyon dolar milli hâsılaya sahip olan İngiltere de ise yaklaşık %5 oranında sermaye çıkışı olmuştur.

Tablo 12. Dünyada En Fazla Yatırım Çıkan 10 Ülke (% GSYİH)

Ülke	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Lüksemburg	22,0	43,7	17,9	158,4	35,8	51,6	48,8	75,6	65,9
Hollanda	39,3	22,9	41,6	28,7	48,0	13,5	33,3	35,4	40,2
Hong Kong	18,7	43,1	38,6	33,6	30,2	48,3	25,4	23,5	29,6
Kıbrıs	2,9	66,8	-58,8	208,0	-26,9	-10,2	88,4	5,8	24,7
Singapur	9,9	15,0	11,5	6,9	14,6	16,8	10,2	9,0	7,6
İsveç	9,8	4,5	4,2	3,2	4,8	-0,7	3,3	0,3	6,8
Togo	0,2	2,4	33,7	10,9	-0,5	8,0	8,5	5,9	6,6
Azerbaycan	30,3	5,7	5,4	6,4	2,0	2,6	6,0	6,8	6,3
Kuveyt	6,4	5,1	7,0	3,9	9,6	8,1	4,7	5,8	5,9
İngiltere	6,3	2,2	3,1	0,5	1,7	-3,8	-2,1	2,0	5,6

Kaynak: Dünya Bankası (2019).

2.4.Türkiye'de Sermaye Hareketleri

Bu başlık altında önce Türkiye'de sermaye hareketlerinin gelişim süreci, ardından Türkiye'de sermaye hareketlerinin türleri incelenecektir.

2.4.1. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Gelişim Süreci

Osmanlı Devleti’nin yıkılmadan önce Balta Limanı Antlaşmasını imzalayarak Batılı ülkelere kapitülasyonlar vermesi bir anlamda ekonominin serbestleşmesi ve dış ticaret hadlerinin artmasında etkin rol oynamıştır. Bu da Osmanlı Devleti’ne yabancı sermaye hareketlerinin ilk örnekleri olarak değerlendirilebilir (Yavan 2006: 30’dan aktaran Paslı 2011: 65).

Osmanlı’nın içindeki sermaye yetersizliği, devleti dış borç arayışına itmiştir. Bazı büyük devletler Osmanlıyı sömürmek için aradıkları fırsatı bulmuş, en kârlı sektörler olan enerji, demiryolu, ulaşım gibi sektörler üzerine yatırım yapmışlardır. Bu yatırımlar sadece batılı devletlerin kârına olmuş, Osmanlı devletinin mali çöküşünü hızlandırmıştır. 1881 Muharrem kararnamesiyle Osmanlı iflas ettiğini duyurmuştur.

Cumhuriyetin ilk kuruluş yıllarında ekonomiye yön vermek için İzmir İktisat Kongresi toplanmıştır. Bu kongrede korumacı politikalar üzerinde ısrarla durulmuş ve yabancı sermaye sahiplerinin güvenini kazanacak kararlar alınmıştır. Kongredeki tüccar ahali yabancı sermayeyi tamamen reddetmemiş fakat onlara üstünlük tanınmaması gerektiğini belirtmiştir. Aynı dönem içinde imzalanan Lozan Antlaşmasıyla ekonomik bağımsızlığımıza engel olan kapitülasyonlar ve yasal ayrıcalıklar kaldırılmıştır (Yazar 2001: 64-65).

1925 yılında 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları kanunu, yürürlüğe giren yabancı sermaye hakkındaki ilk kanun olarak sayılabilir. Bu kanunla döviz kontrolü ve borsadaki yabancılara ait hisse senedi hareketlerinin kontrol altına alınması amaçlanmıştır. Sermaye ve döviz hareketlerini düzenlemek ve denetlemek amacıyla 1930’da Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu çıkarılmıştır (Emil 2003: 110).

1929’daki ekonomik kriz, döviz kontrol uygulamasını gündeme getirmiştir. Hükümet 1930’lı yıllara kadar liberal politikalar izlemiş, küresel krizle birlikte bu politikalar terk edilmiş devletçilik politikaları uygulanmıştır. Devletçilik politikasıyla birlikte ithalat kontrollü olarak yapılmış, gümrük vergilerinde artışa gidilmiş ve kalkınmaya yönelik sanayi hamlesi başlatılmıştır (Boratav 2006: 59-61). Bu dönemde uygulanan devletçilik modeli, otoriter ve sosyalist bir geçişin ön hazırlığı niteliğinde, aynı zamanda yabancı sermayeye kapalı olmayan bir modeldir. Fakat bu

modelde yabancı sermayenin payı çok azdır (Karluk 2002: 650-651'denaktaran Çetin 2008: 62).

İkinci Dünya Savaşı başladığında, savaşa giren İngiltere, ABD ve Almanya gibi bazı ülkelerin Türkiye'yi de kendi taraflarında savaşa çekmek veya tarafsızlığını koruması için çaba göstermeleri ülkemize yabancı kaynak girişini artırsa da Türkiye, savaş ekonomisinin olumsuz etkilerinden kurtulamamıştır. Savaşın olduğu bu dönemde yatırımlar azalmış ve ekonomik durgunluk yaşanmıştır (Tokgöz 2004: 114).

Türkiye İkinci Dünya Savaşından sonra Avrupalı devletlerle ilişkilerini geliştirmiş ve bu devletlerin kurduğu çeşitli ekonomik kuruluşlara katılmıştır. Öte yandan Türkiye Cumhuriyeti, tarihinde ilk kez 1946 yılında devalüasyon yapmış ve TL yaklaşık olarak %54 değer kaybetmiştir. Devalüasyonla birlikte ithalat artmaya devam etmiş, ihracat ise istenilen oranda artmamıştır. Böylelikle dış ticaret açığı oluşmuş ve bu açık Marshall yardımı ve mevcut rezervlerle giderilmeye çalışılmıştır. 1940'lı yıllarda uluslararası sermaye hareketlerine yönelik düzenleme yapılırsa da yatırımlar beklenen oranda artmamıştır. Bu dönemde sermaye hareketliliği, genellikle program kredileri ya da diğer sermaye hareketleri şeklinde olmuştur.

Bretton Woods konferansından sonra, 1945 yılında IMF'nin kurulması ve 1947 yılında Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT)'nin imzalanması sermaye hareketleri bağlamında daha esnek bir döneme geçildiğini göstermektedir. 1947'de Türk Parasının Kıymetini Koruma ile ilgili düzenlemeyle yabancı yatırımların ülkemiz dışına aktarılmasına izin verilmiştir. Bu kararın da etkisiyle bir yıl sonra Türkiye Marshall yardım planına dâhil edilmiştir. Devletçi politikaların asıl kırılma noktası 1950'de yabancı sermayeyi teşvik etmek için yürürlüğe giren 5583 sayılı Kanun olmuştur. Türkiye, 1950'de çok partili hayata geçmiş ve ekonomik istikrar sağlanmıştır. Bu dönem, devletçilik politikasının terk edildiği ve liberal politikaların uygulandığı ayrıca Türkiye'nin çeşitli dış yardımlar aldığı bir dönem olmuştur.

Yabancı sermayeyi çekmek için 1954 yılında 6224 numaralı Yabancı Sermaye Teşvik Kanunu çıkarılmıştır. Bu kanun doğrudan yatırımlar için gerekli zemini oluşturan liberal bir içeriğe sahiptir (Görgün 2004'den aktaran Paslı 2011:

67). 6224 sayılı Kanuna göre yabancı yatırımcıların Türkiye'deki yatırımlarında, ülkenin gelişmesine yardımcı olacak alanlarda ve Türk vatandaşlarına açık alanlarda faaliyet göstermesi, tekel vb. gibi piyasa dengesini bozacak kurumları kurmaması istenmiş ayrıca sermayenin; döviz, fiziki sermaye, lisans hakları vb. gibi fikri haklar şeklinde gelmesi istenmiştir.

Türkiye, 1960 yılında yapılan askeri darbe ile birlikte planlı ekonomi modeline geçmiştir. Kalkınma planlarının hazırlanması ve kalkınmanın gerçekleştirilebilmesini sağlamak amacıyla Devlet Planlama Teşkilatı kurulmuştur. Ekonomik gelişme için ihtiyaç duyulan yabancı sermayeye güvence vermek için de hukuki düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerden bazıları, devletleştirme ya da el koyma durumunda bedelin ödenmesi hususunda güvence vermek ve bu şirketlere Türk şirketleriyle aynı haklara sahip olma imkânı sağlamak gibi hususlardır. Ayrıca bu düzenlemelerde ulusal şirketlerin sermaye kıtlığı ve deneyimsizlik gibi nedenlerden dolayı giremediği sektörlere yabancı yatırımların yönlendirilerek o sektörlerin geliştirilmesi ve bu yatırımların ekonomik büyümeye katkı sağlaması planlanmıştır

1974 petrol krizinden önce ithal ikameci sanayiyle birlikte ithalat miktarının da azalmasıyla dış ticaret açığı kapanmaya başlamıştır. Yatırım yapacaklar için ülkeye yeni teknoloji getirmesi, üretim yaptığı sektörde tekel gücüne ulaşmaması, belirli ölçülerde ihracat yapması, yabancı personelin yerli personeli yetiştirecek bilgiye sahip olması ve ürünlerin uluslararası rekabete göre üretilmesi şartları konulmuştur. Ancak petrol kriziyle birlikte yabancı sermaye ülkeden çıkmaya başlamış ve dış ticaret açığı tekrar artmıştır (Osmanov 2008: 109'dan aktaran Görgün 2004: 60). Sonuç olarak 1980 öncesi dönemde askeri darbeler, siyasi istikrarsızlıklar, verimsiz ekonomik politikalar ve çeşitli konjonktürel dalgalanmalar sebebiyle yabancı sermaye beklenen düzeyde ülkeye çekilememiştir.

Türkiye 1980'li yıllara girerken sanayileşme politikalarını ithal ikamecilik anlayışıyla uyguluyordu. Özellikle ara mallar ve temel gıda üretiminde yerli ikame desteklenmiştir. Diğer taraftan bu dönemde yerli üreticiler kota ve tarifelerle ithal malların olumsuz etkilerinden korunmaya çalışılmıştır. Devletin yoğun biçimde piyasalara müdahalelerde bulunduğu bu dönem, 1977 yılından itibaren döviz krizinin

temelini oluşturmuştur. Bu kriz ise 24 Ocak Ekonomik İstikrar Programı ile atlatılmaya çalışılmıştır. Sermaye hareketlerindeki yoğunluk 1980 sonrası dönemde artış göstermiştir. 24 Ocak Kararları büyümeyi, yabancı kaynakları kullanarak gerçekleştirmeyi arzulayan, yabancı yatırımların ilgisini Türkiye'ye çekmek için hazırlanmış politikalarından oluşmaktadır. Bu kararlar ülkeye giren sermayeyi artırmıştır. Özellikle 1989'dan sonra finansal serbestleşmeyle birlikte sermaye hareketliliği daha da artmıştır. Bu yabancı sermaye kısa vadeli bazı problemleri çözmüş fakat uzun vadede sürdürülebilir büyümeyi sağlayamamıştır. Ekonomik kararların yetersizliği, sık sık değişen mevzuat, ayrıca geçmişe yönelik vergi uygulamaları yabancı sermayenin ülkeye girmesini olumsuz etkilemiştir.

1990'lı yıllara doğru sermaye hareketleri tamamen serbest olmuştur. Kambiyo denetimlerinin kaldırılması sermaye girişlerini farklı noktalardan etkilemiştir. Bu etkilerden ilki sermaye hareketlerinin boyutunun genişlemesidir. İkinci etkisi sermaye hareketlerinin resmi yollarla özel alanlara taşınması ve bu nedenle vade yapısı ve türünün değişmesidir. Üçüncü etki ise ülkeye giren sermayenin cari açık ve dış denge arasındaki bağlantıyı zayıflatmasıdır (Berksoy, Saltoğlu 1998: 47).

1980 sonrası dönemde 1990'lı yıllarda sermaye hareketliliğinde artış görülmüştür. Ancak tüm dünyayı etkileyen 1991 Körfez krizinin ardından Türkiye'de yaşanan 1994, 1998, 2000 ve 2001 yıllarındaki krizler sermayenin tekrar çıkmasına neden olmuştur. 2001 yılında yaşanan krizde ekonomiden yaklaşık 14 milyar dolar sermaye çıkmıştır.

Yabancı sermayeyi Türkiye'ye çekmek için 2003'te 4875 sayılı Kanun yasalaşırken, 6224 sayılı Kanun yürürlükten kaldırılmıştır. Bu değişiklikle birlikte yabancı yatırımcılara birçok avantaj sağlanmıştır. 4875 sayılı Kanunla yabancı yatırımcıların şirket kurarken Hazine Müsteşarlığından izin alma mecburiyetleri kaldırılmış ve yabancıların Türk vatandaşları gibi şirket kurabilmelerine imkân sağlanmıştır. Türkiye 1996 yılında AB ile imzaladığı Gümrük Birliği antlaşmasıyla AB ülkelerinin Türkiye'ye yatırımlarının artacağını beklerken 1996 yılını takip eden yıllarda doğrudan yatırımlar azalmıştır. Türkiye'de doğrudan yatırımlar, uluslararası tahkimin yürürlüğe konulması, Kasım ve Şubat krizlerinin atlatılması ve sonraki

yıllarda gerçekleşen ekonomik büyüme ile 2004 yılından itibaren artmaya başlamıştır (Sümer 2009: 23).

2.4.2. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Türleri

Bu başlık altında Türkiye’ye yönelik sermaye hareketleri önce geliş türüne göre portföy ve doğrudan yatırımlar şeklinde ardından zaman boyutuna göre kısa ve uzun vadeli şeklinde ele alınacaktır.

2.4.2.1. Türkiye’de Portföy Yatırımları

Türkiye’de portföy yatırımları genellikle hisse senetleri ve borç senetleri aracılığıyla yapılmıştır. Bununla birlikte hisse senedi yatırımları borç senetlerine kıyasla daha az yapılmıştır. Ekonomideki riskli bir durumda borç senetlerinin hisse senetlerine göre daha esnek oldukları görülmüştür (Genç 2015: 112).

1980’lerden itibaren birçok ülkede olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de liberal politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Türkiye’de sermaye hareketleri serbestleştirilmeden önce gerekli olan altyapı hazırlanmamış, fiskal ve yapısal düzenlemeler yapılmamıştır. Bu nedenle bu dönemde Türkiye’nin portföy yatırımları çekme olasılığı rakip ülkelere göre azalmıştır. Bu koşullar altında ekonomik büyümeyi artıracığı ve kamu kesiminin ihtiyacını finanse edeceği düşüncesiyle yabancı kaynakların girişine olanak tanınmıştır. Bu bağlamda yabancı sermayeyi çekebilmek için gerekli mevzuat değişiklikleri yapılmış, dövizin yurtiçi veya yurtdışında serbest dolaşımına izin verilmiş, sermaye piyasalarıyla alâkalı düzenlemeler yapılmış ve çeşitli teşvikler verilerek yabancı yatırımcılar ülkeye çekilmeye çalışılmıştır.

Türkiye’de 1980 öncesinde finans piyasaları sıkı bir şekilde denetlenmiştir. Mevduat faiz oranları devlet tarafından kontrol edilmiştir. Öte yandan finansal işlemlerden elde edilen gelirlere yüksek oranlı vergiler uygulanmıştır. Bu dönemde işletmeler finansman ihtiyaçlarını hisse senedi ya da borç senedi yerine banka kredileriyle temin etmiştir. Bu dönemde, yabancı finansal kuruluşların iç piyasalara girişleri engellenmiş ve döviz cinsinden aktif tutmaları sınırlandırılmıştır. Yine 1980 öncesi dönemde sermaye piyasaları gelişmemiştir ve devlet kontrolündedir. Ayrıca

döviz hareketleri ve dış ticaret de sıkı şekilde denetim altına alınmıştır (Girdap 2007: 91).

Portföy yatırımları Türk finansal piyasalarına 1986 yılında gelmeye başlamıştır. Türk Parası Kıymeti Koruma Hakkındaki 32 sayılı Kararın 1989 yılında yürürlüğe girmesiyle birlikte portföy yatırım miktarı artmıştır. Portföy yatırımları 1986-1989 arası dönemde yaklaşık 2,9 milyar dolar iken, 1993 yılında 1 milyar dolar daha artarak 3,9 milyar dolara çıkmıştır. 1994 yılındaki krizde devlet tahvillerine olan talebin az olması sebebiyle portföy yatırımları önemli oranda azalmış ve portföy yatırımları yaklaşık 1,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. En büyük portföy çıkışı ise 1998 yılındaki Rusya ve Güney Asya krizlerinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde 6,7 milyar dolar civarında portföy çıkışı olmuştur (Girdap 2007: 93). 1998 krizinden sonra portföy yatırımlarında oluşan artış 2001 yılındaki krizle tekrar azalmıştır.

2005 yılına kadar sürekli artan bu yatırımlar 2005'ten itibaren tekrar düşmeye başlamış, 2008 kriziyle en düşük düzeye inmiş ve 2009-2010 dönemlerinde dalgalı bir seyir izlemiştir. Küresel ekonomik büyümede azalış beklentisi, 2012'de Euro bölgesinde devam eden kriz, ülkelerin parasal genişleme politikaları ve piyasada oluşan likidite fazlalığından dolayı 2012 yılında küresel risk beklentisini artmıştır. Bu dönemde Türkiye ekonomisindeki olumlu gelişmeler portföy yatırımlarının artmasına yol açmıştır (Genç 2015: 111).

2.4.2.2. Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırım ülkelerin sermaye birikimlerini ve üretimlerini artırdığından gelişmekte olan ülkeler bu yatırımları kendi ülkelerine çekmek isterler. Tasarruf miktarı düşük olan Türkiye de bu yatırımları kendisine çekerek ek kaynak sağlamak istemiştir.

Cumhuriyetin ilk yıllarında kurulan 200'den fazla şirketin 66 tanesi yabancı sermaye kaynaklıdır. Yabancı sermayenin toplam sermayeye oranı %43 civarında olmuştur. Yine aynı dönemde yabancı bankalar faaliyet göstermiş fakat sayıları azalmıştır (Yavan 2006: 30'dan aktaran Paslı 2011: 65).

İkinci Dünya Savaşı'ndan 1960'lı yıllara kadar yabancı sermayeyi teşvik için çeşitli yollar izlenmiş ve Maliye bakanlığına uluslararası sermaye transferlerinin

yönetimiyle ilgili yetki verilmiştir. Bu bağlamda doğrudan yatırımların sanayi ulaştırma vb. alanlara yöneltilmesi ya da döviz şeklinde ülkeye getirilmesi istenmiştir. Ayrıca ilgili kurumların uygun bulma koşuluyla sermaye sahiplerinin kârlarını yurtdışına çıkarmalarına izin verilmiştir.

Merkez Bankası verilerine göre, Türkiye 1996-2005 yılları arasında 23 milyar 184 milyon dolarlık uluslararası doğrudan yatırım almıştır. 2006 yılında 20 milyar 185 milyon dolar ile ilk kez bir seferde 20 milyar doların üzerinde uluslararası doğrudan yatırım gelmiştir. 2007 yılında ise uluslararası doğrudan yatırımlar rekoru kırılmıştır. Bu tarihte 22 milyar 47 milyon dolarlık uluslararası doğrudan yatırım gelirken, 2008 yılında 19 milyar 851 milyon dolarlık yatırım gelmiştir. ABD’de başlayıp tüm dünyayı etkisi altına alan küresel krizin yaşandığı 2009 yılında, Türkiye’ye gelen uluslararası doğrudan yatırım miktarı da ciddi miktarda azalmış ve 8 milyar 585 milyon dolara gerilemiştir. 2010 yılı 9 milyar 99 milyon dolarlık uluslararası doğrudan yatırım ile 10 milyar doların altında girişin yaşandığı bir başka dönem olmuştur. Uluslararası doğrudan yatırım, 2011’de 16 milyar 182 milyon dolar, 2012’de 13 milyar 628 milyon dolar, 2013’te 12 milyar 896 milyon dolar, 2014’te 12 milyar 828 milyon dolar olmuştur. 2015’te 17 milyar 550 milyon dolar olan uluslararası doğrudan yatırım, 2016’da 12 milyar 302 milyon dolara gerilemiştir. 2017 yılında ise uluslararası doğrudan yatırım 10 milyar 830 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir (TCMB 2019).

2.4.2.3. Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Spekülatif nitelikli yatırım olarak bilinen kısa vadeli sermaye yatırımları diğer yatırım türlerinden daha likit olduklarından yatırımcılar tarafından daha çok tercih edilmektedir. Kısa vadeli sermaye yatırımları diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de borçların finansmanı için önemli bir kaynak olmuştur. Türkiye’de döviz kurunun düşük ve faiz oranlarının yüksek olması sebebiyle sermaye girişleri fazla olmuştur. Türkiye’de bu sermaye yatırımları 1989 yılındaki liberalleşme politikalarından sonra görülmeye başlanmıştır. 1990’lı yıllardaki sermaye girişleri genellikle kısa vadelidir. Türkiye’deki ekonomik istikrarsızlıklar nedeniyle dış açık ve kamu kesimi borçlanma gereksinimi sürekli artmıştır. Bununla beraber iç borçlanmadaki artış faiz oranlarını artırmış böylece kısa vadeli girişler

artmıştır. Kısa vadeli sermaye girişi miktarının en çok olduğu yıllar 1990, 1993 ve 2000 yıllarıdır. Bu yıllardan sonra ise krizler nedeniyle büyük miktarda sermaye çıkışı olmuştur. 1994 yılındaki krizde yaklaşık 5,1 milyar dolar çıkarken, 2001 krizinde 11,7 milyar dolar sermaye çıkmıştır. Bu sermaye yatırımının olumsuz etkilerini önlemek için, dış kaynaklardan zorunlu olarak borçlanması gerekmektedir. Örneğin, 2000 yılındaki krizden sonra 2001 yılında zorunlu olarak borçlanılmıştır. Bununla birlikte kısa vadeli sermaye yatırımları istikrardan uzak ve hareketli bir niteliğe sahiptir. Örneğin 2005’de 7,7 milyar dolar sermaye girmişken, 2006 da 7,8 milyar dolar sermaye çıkmıştır (Yüksekdağ2008: 42).

Kısa vadeli sermaye yatırımları 2000 yılının ilk dönemlerinde krizlerin etkisiyle dalgalı bir seyir izlemiş, 2002’den itibaren ekonomideki normalleşme yönünde olumlu havayla artmaya başlamıştır. 2003 yılındaki Türkiye’ye giren kısa vadeli yatırım miktarı yaklaşık 4,2 milyar dolardır. Sermaye girişleri 2004 yılında azalarak 1,5 milyar dolar, 2005’te ise sermaye girişleri artarak 7,8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte ABD Merkez Bankası’nın faizleri artırması, ABD’deki riskli konut kredileri sebebiyle kredi piyasalarındaki risk algısının artması Türkiye’deki bankaların kısa vadeli borçlanmalarını olumsuz yönde etkileyerek kısa vadeli sermayenin çıkmasına neden olmuştur. Bu bağlamda 2006 yılında 10,5 milyar dolar çıkmış iken 2007 yılında ise 4,1 milyar dolar sermaye çıkmıştır (Keskin 2008: 151-152).

2.4.2.4. Türkiye’de Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Türkiye’de uzun vadeli sermaye akımları, ticari krediler, bankalar ve özel sektörün nakit kredileri ile uzun vadeli mevduatların toplamından oluşmaktadır. Uzun vadeli sermaye akımları arasındaki en büyük pay bankacılık sektörü ve özel sektörün kullandığı nakit kredilere aittir. Türkiye’de uzun vadeli sermaye yatırımlarının 1996 senesine kadar (1993 hariç) büyük oranda kredi geri ödemelerinin kullanımlardan fazla olması nedeniyle negatif olduğu yani çıkış yaptığı görülmüştür (Kar, Kara 2003: 9).

Uzun vadeli sermaye yatırımlarının 1993 yılı hariç sermaye birikimine katkıda bulunmadığı ve bu birikimin kısa vadeli sermaye yatırımları ile sağlandığı gözlenmiştir. 1996-2003 yılları arasında bu sermaye hareketliliği dalgalı bir seyir

izlemiş ve 2003 yılından sonra istikrarlı şekilde artmaya başlamıştır. 2004 yılındaki sermaye girişinde özel sektörün kullandığı kredilerin payı büyüktür. 2005 yılında sermaye girişleri önceki yıla göre artarak 13 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. Uzun vadeli sermaye yatırımları 2006 yılında ise 2005'e göre ortalama 2 kat artarak 26,5 milyar dolar civarında olmuştur. 2007 yılında ise 32 milyar dolara ulaşmıştır. Uzun vadeli sermaye yatırımları 2004 yılından itibaren artmasının bazı sebepleri vardır. Bunlar, özel kuruluşların finansman ihtiyaçlarını yurtdışındaki uzun vadeli kredilerle sağlamaları ayrıca bankalar ve özel şirketlerin yurtdışından temin ettikleri kredilerdir (Keskin 2008: 149-150).

2.5. Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Sermaye Hareketleri

Bu başlık altında son dönemde Türkiye ekonomisini etkileyen ekonomik krizler, sermaye hareketleri ile ele alınarak yorumlanmaya çalışılacaktır. Bu kapsamda 1994, 2000, 2001 ve 2008 yıllarındaki ekonomik krizler değerlendirilecektir.

2.5.1.1994 Krizi

1980'li yıllardan itibaren mali açıklar artmış, bu açıklar yurtiçi borçlanmayla kapatılmaya çalışılmış fakat bu durum özel yatırımları dışlama etkisi oluşturmuştur. Ekonominin gereksinim duyduğu finansman, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle yabancı fonlardan karşılanmıştır. Sermaye girişleri liranın değerlenmesini sağlamış ve bu durum ihracatı azaltıp, ithalatı artırmaya başlamıştır. Ortalama %100 civarındaki faiz oranları, 1994 yılında bankalar arası piyasalarda %1000 düzeyine çıkmıştır. Ayrıca hazine bonosu faizleri %400 seviyesine çıkmış ve bankacılık sektöründeki döviz açık pozisyonu artmıştır. Bununla birlikte faiz oranlarına müdahale edilerek bu oranların düşürülmeye çalışılması, para arzının artması ve kamu kâğıtları üzerinden de vergi alınması TL'nin değer kaybının artacağı beklentilerini güçlendirmiş ve döviz talebi artmıştır. 1989 yılında sermaye hareketlerinin tamamen serbest bırakılmasıyla Türkiye'ye yönelik sermaye girişleri artmıştır. Yabancı sermaye çıkışıyla serbest piyasada işlem gören döviz kurlarının değeri artarken, döviz rezervleri de hızla azalmıştır. Kasım 1993'den Nisan 1994'e kadar resmi rezervler yaklaşık % 50 azalmış ve 3 milyar dolara gerilemiştir (Özatay 17'den aktaran Girdap, 2007: 78).

1994'ün ilk yıllarında adım adım yaklaşan bu krizin önlenmesi için istikrar politikalarının uygulanması zorunlu hale gelmiştir. 5 Nisan kararları olarak bilinen bu istikrar programının amacı finansal piyasalarda ve döviz kurlarında dengenin sağlanması, kısa vadede enflasyon oranlarının aşağı çekilmesidir. Orta vadedeki amacı, finansal piyasalarda istikrarsızlığın asıl sebebi olan dış açık ve kamu açığı sorunlarını kökten çözerek uzun dönemde sürdürülebilir ekonomik büyümenin sağlanabilmesidir (Kesriyeli 24'den aktaran Girdap 2007: 78).

1994 krizinde TL mevduat hesaplarından ani sermaye çıkışıyla bankacılık sektörü çökme tehlikesiyle karşılaşmıştır. Bu çöküşü önlemek amacıyla hükümetin tüm bankaların mevduat hesaplarını garanti altına aldığını açıklamasıyla sermaye çıkışı azalmış ayrıca Merkez Bankası, bankalara sağladığı kredi olanaklarını artırarak bankacılık sektörünü rahatlatmıştır (Kazgan 1995: 228-229).

2.5.2.2000 Krizi

Türkiye ekonomisi 1994 yılındaki krizden sonra 2000'li yıllara kadar borçlanma, enflasyon gibi kronik sorunlarla birlikte çalkantılı süreçler geçirmiş ama yine de bir kriz yaşamamıştır. Türkiye'yi etkileyen Asya ve Avrupa krizlerinin etkilerinin azalacağı yönündeki beklentiler güçlenirken 1999 Marmara depremi ve Kasım 2000 bunalımı bu beklentiyi boşa çıkarmıştır. Rusya krizinin etkisiyle büyük oranda sermaye çıkışı olurken Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nun kurulması, ekonomi üzerinde olumlu beklentileri artırırken, Marmara depremi nedeniyle bu olumlu hava dağılmıştır. Ekonominin düzeltilmesi için 1999 yılının Aralık ayında ekonomik tedbir paketi uygulanmaya başlamıştır. Bu tedbir paketiyle ekonomide kısa vadeli borç miktarı artmış faiz oranları yükselmiş ve iç borçlar ödenemeyecek duruma gelmiştir. Kamu finansman açığının artması ve düşük enflasyon hedefinden uzaklaşılması sebebiyle Aralık 1999'da IMF ile döviz temeline dayanan istikrar programı üzerinde anlaşılmıştır (Akyüz vd. 2003'den aktaran Göksu 2015: 36).

IMF ile birlikte uygulanan enflasyonla mücadele programının etkisiyle faizler düşmeye başlamış ve ortalama bileşik faizi oranları %100'ün üzerinde seyrederken Kasım 2000 krizine kadar %40'a kadar düşmüştür (Akyüz v.d. 2003'den aktaran Göksu, 2015: 36). Faiz oranlarındaki bu düşüşün en büyük sebebi belirli bir düzeyde

seyreden döviz kuru nedeniyle gerekli finansmanın düşük faiz oranlarıyla yurtdışından karşılanmasıdır (TCMB 1999).

1999 yılı temel ekonomik göstergelere bakıldığında enflasyon oranının %65 düzeyinde olduğu, ekonominin %6 küçüldüğü, cari işlemler açığının GSYİH'nin %0,7'si ne ulaştığı görülmüştür (TCMB 1999).1999 yılının son çeyreğinde depreminde etkisiyle ekonomi %7,3 küçülmüş ve enflasyon oranı %50'nin üzerine çıkmıştır. Kasım 2000'e kadar Türkiye'ye giren sermayenin spekülative nitelikte olmadığı ve uzun vadeli girişlerin fazla olduğu görülmüştür. Kriz öncesi dönemde düşen faize rağmen arbitraj getirisinin fazla olması nedeniyle sermaye girişleri artmıştır ve yaklaşık 15 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Girdap 2007: 82).

2000 yılının 3. çeyreğinden itibaren cari işlemler açığının hızla artması sebebiyle ekonomideki belirsizlikler de artmaya başlamıştır. 2000 yılındaki sermaye hareketlerine bakıldığında Eylül ayında sermaye hareketleri hesabının negatife döndüğü gözlenmiştir. Ekim ayında yerli aktörlerin portföy yatırımları artmış, kayıtlı olmayan sermaye çıkışı çok büyük boyutlara ulaşmış ve Türk bankalarındaki yabancı mevduatın azaldığı gözlenmiştir. Bunlara rağmen diğer kalemlerdeki pozitif gelişmeler neticesinde Ekim ayı net sermaye girişi pozitif olmuştur. Kasım ayındaki kriz verilerine bakıldığında net 5,2 milyar dolarlık bir sermaye çıkışı olmuş ve bu çıkış ekonomide şok etkisi oluşturmuştur. Aralık-Ocak döneminde IMF'den gelen 2,9 milyar dolar kaynakla, sermaye hareketleri geçici olarak istikrarlı bir seyir izlemiştir. Şubat ayında ise yabancıların menkul kıymetleri, kısa vadeli krediler ve kayıt dışı sermaye hareketleri toplamı olarak 6,3 milyar dolar sermaye çıkmıştır. Sonuç olarak ise Kasım ve Şubat krizlerinde bu kalemlerden 11,5 milyar dolar sermaye çıkmıştır.

Kriz öncesi ve sonrası verilere bakıldığında Ocak-Ekim periyodunda yabancı sermaye hareketleri yaklaşık 15 milyar dolar artar iken, Kasım krizinden Hazirana kadar yaklaşık 10 milyar dolar azalmıştır. Bu iki rakam toplandığında yaklaşık 25 milyar dolar yabancı sermayenin azaldığı görülmektedir. Dönemsel karşılaştırmalara yerli unsurlarda dâhil edildiğinde kriz öncesi yaklaşık 10 milyar dolar sermaye hareketliliği, krizi de içeren sekiz aylık dönem sonunda 13,5 milyar dolar olmuştur. Canlanma dönemi boyunca giriş yapan sermaye, kriz dönemlerinde daha fazla çıkış

yaşamıştır. Yerli ve yabancı unsurlar birlikte dâhil edildiğinde negatif şokun yaklaşık 23 milyar dolar olduğu görülmüştür.

2.5.3.2001 Krizi

Bir önceki yıl yaşanan krizin ardından, IMF ile anlaşma yapılmış ve finansman sağlanacağı duyurularak piyasaların rahatlaması sağlanmıştır. Şubat 2001'de Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında yaşanan gerginlik zaten daha krizin yaralarını sarmayan Türk ekonomisini sarsmıştır. Bu dönemde yoğun spekülative sermaye çıkışı olmuştur. 19 Şubat'ta Merkez Bankası 7,6 milyar dolar döviz talebinin sadece 1,2 milyar dolarına cevap verebilmiştir. Merkez Bankası uyguladığı program nedeniyle spekülative sermaye çıkışlarına anında müdahale edememiştir. Merkez Bankası kur çıpasını kaldırarak Türk lirasının dalgalanmasına izin vermiştir (Akkuşu 2003: 111'den aktaran Akdemir 2017: 87).

21 Şubat tarihinde bankalar arası piyasada gecelik faiz %4000'lere fırlamıştır. Türk lirası %40 oranında devalüe edilerek 1 dolar 960,000 lira olmuştur. Döviz kurunun serbest bırakılmasıyla iki haftalık dönem içinde 1 dolar 1,200,000 lira olmuştur. Faiz oranının %70 düzeyine çıkması iç borçların döndürülememesine neden olmuştur. Merkez Bankası rezervleri yaklaşık 7 milyar dolar erimiştir. Bu dönemde çıkan sermayenin yaklaşık 11 milyar doları kısa vadeli spekülative sermayedir. Bu durum sermaye hareketlerinin finansal krizlere olan etkisini göstermektedir. Ocak-Ekim arası periyotta ülkemize giren sermaye akımları, Kasım 2000'den Haziran 2001 yılına kadar tersine dönmüş ve GSYİH'nin yaklaşık %12'si kadar sermaye çıkışı olmuştur (Boratav 2001: 6'dan aktaran Akdemir 2017: 88). Öte yandan ekonominin yapısal sorunları, kaynakların verimli kullanılmaması ve yabancı sermayenin verimsiz şekilde kullanımı cari açığı artırmıştır.

Sermaye hareketleri, 1990 yılından sonra spekülative nitelikteki sıcak paraya dayalı büyüme programı uygulayan Türkiye'de krize sebep olmuştur. Kriz finansal sektör kaynaklı olmasına rağmen bu krizin olumsuz etkileri finansal sektörden çok reel kesimi etkilemiştir ve Türk ekonomisi küçülmüştür.

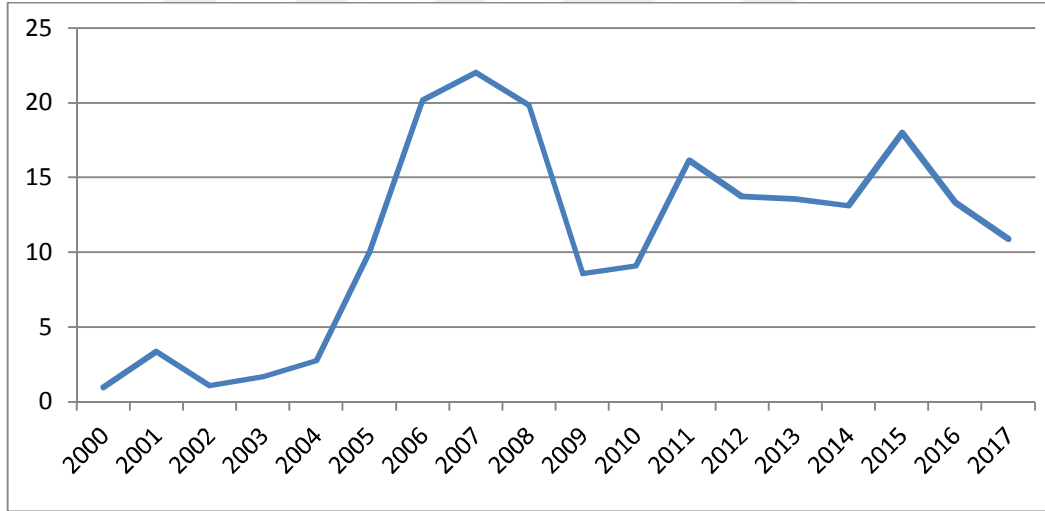
2.5.4. 2008 Krizi

2008 yılında ABD’de başlayan kriz diğer ülkeler gibi Türkiye’yi de etkilemiştir. 2008 yılının son çeyreğinde Türkiye’de hissedilmeye başlayan kriz, 2009 yılında da etkilerini sürdürmüş ve 2009 yılında ekonomi daralmıştır. Finansal riskler nedeniyle uluslararası bankaların yabancı ülkelerdeki sermayelerini geri çekme politikalarından Türkiye de etkilenmiştir.

2008 yılından itibaren Türkiye’ye gelen portföy yatırımları ve diğer yatırımlar başta olmak üzere, sermaye girişleri azalmıştır. Ayrıca 2008 yılının sonlarına doğru cari işlemler açığında azalma olmuştur (Göksu 2015: 50). Özellikle finansal sermayedeki çıkışlar, IMKB-100 endeksini azaltmış, reel döviz kurunun değerini düşürmüş, talebi azaltmış ve faiz oranlarını düşürmüştür (Göksu 2015: 50).

2.6. Sermaye Hareketlerinin Türkiye’deki Mevcut Durumu

Aşağıdaki grafikte Türkiye’ye yönelik sermaye giriş çıkışları incelenecektir.

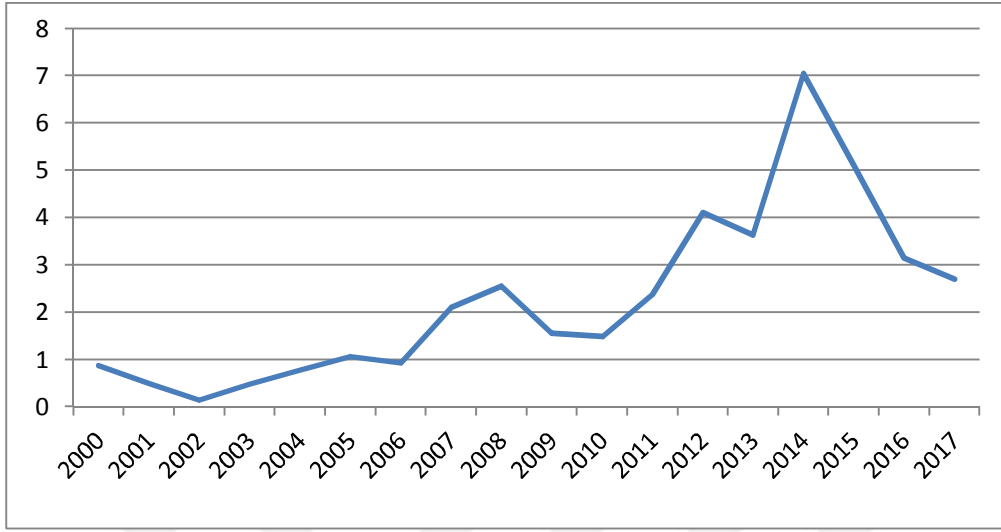


Kaynak: Dünya Bankası (2019).

Şekil 5. Türkiye’ye Net Doğrudan Sermaye Girişi (Milyar Dolar)

Doğrudan yabancı sermaye girişleri, 2000-2005 yılları arasında 5 milyar doların altında gerçekleşmiştir. 2005 yılında yaklaşık 5 milyar dolar olan sermaye girişi, uluslararası piyasalarda büyüme beklentisinin artmasıyla 2008 yılına kadar sürekli artmıştır. 2008 yılında sermaye girişleri 20 milyar doları aşmıştır. 2008 krizinden sonra 2010 yılında sermaye girişleri 10 milyar doların altına düşmüştür. Sonraki birkaç yıl içinde girişler artmış ve 2012 yılında 15 milyar doları geçmiştir.

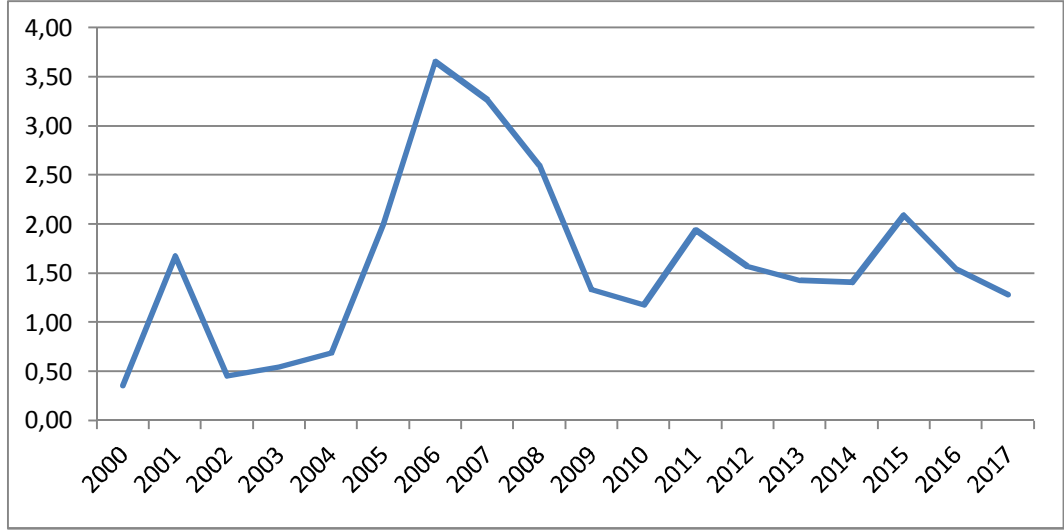
2016 yılında yaklaşık 18 milyar dolar olan sermaye girişleri azalarak 2017 yılında yaklaşık 11 milyar dolar olmuştur.



Kaynak: Dünya Bankası (2019).

Şekil 6. Türkiye'den Net Doğrudan Sermaye Çıkışı (Milyar Dolar)

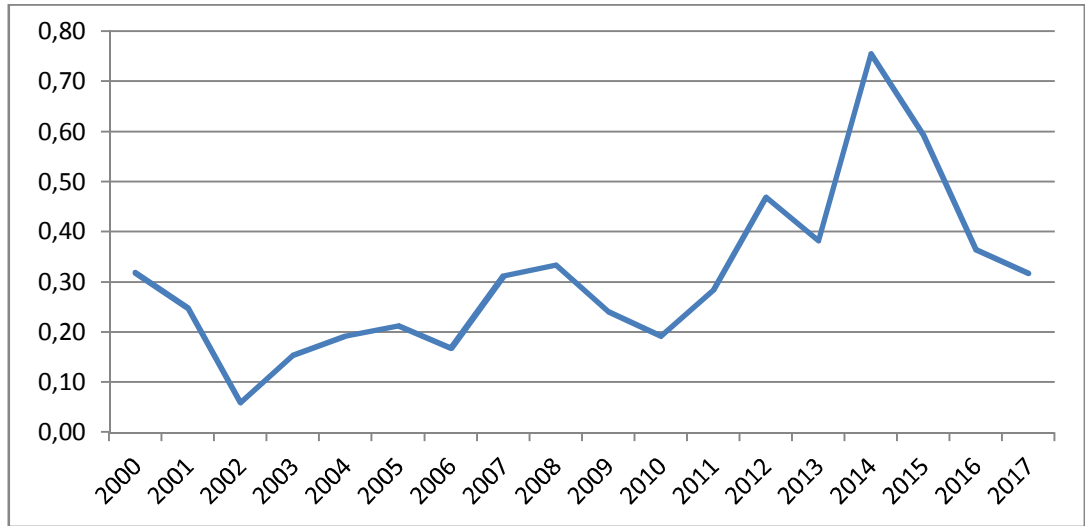
Grafik incelendiğinde sermaye çıkışları 2000-2006 arası dönemde 1 milyar doların altında gerçekleşmiştir. 2008 yılındaki krizin de etkisiyle sermaye çıkışları 2009 yılında 2 milyar doları geçmiştir. 2010 yılında sermaye çıkışları azalsa da 2011 yılından itibaren çıkışlar artmaya başlamıştır. 2013 yılında Türkiye ekonomisinden net 4 milyar dolar çıkmış, izleyen yıllarda bu çıkışlar daha da artmış ve 2014 yılında yaklaşık 7 milyar dolar sermaye ülkeyi terk etmiştir. Bu yıldan itibaren çıkışlar azalmış ve 2017 yılında 3 milyar doların altına düşmüştür.



Kaynak: Dünya Bankası (2019).

Şekil 7. Türkiye'ye Net Doğrudan Sermaye Girişi (% GSYİH)

Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin GSYİH'ye göre oranlandığı bu grafik incelendiğinde bu oran 2000 yılında artmaya başlamıştır. 2001 yılında bu oran artarak %1,5 seviyesine gelmiştir. Sonraki yıllarda bu oran artmaya başlamış ve 2005 yılında %2,5, 2006 yılında %3, 2007 yılında ise % 3,5 olmuştur. 2008 yılından itibaren azalmaya başlayan sermaye girişleri diğer yıllarda dalgalı bir seyir izlemiş ve 2017 yılında GSYİH'nin yaklaşık %1'i kadar yabancı sermaye girişi olmuştur.



Kaynak: Dünya Bankası (2019).

Şekil 8. Türkiye'den Net Doğrudan Sermaye Çıkışı (% GSYİH)

Tabloda da görüleceği gibi GSYİH'ye göre yüzdesel olarak ifade edilen sermaye çıkışı 2002 yılında minimum düzeye inmiş ve yaklaşık %0,1'in altına

düşmüştür. Bu oran yıllar içinde dalgalı bir seyir izlemiş, 2004-2011 arası dönemde 0,2-0,3 bandında gerçekleşmiştir, 2014 yılında maksimum düzeeye ulaşarak %0,7 olmuştur.2017 yılında ise %0,3 civarına düşmüştür.



ÜÇÜNCÜBÖLÜM

3. KIRILGAN BEŞLİ ÜLKELERİ ÜZERİNE PANEL VERİ ANALİZİ

“Kırılğan Beşli” sınıflandırılması, ilk kez Morgan Stanley’in 2013 yılında yayınlanan ekonomi raporunda ortaya atılmıştır. Bu raporda Kırılğan Beşli ülkeleri, Türkiye, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan ve Brezilya olarak kabul edilmiştir. Eğilmez’e (2013) göre, önceden BRIC ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) olarak tanımlanan yükselen piyasaların göze çarpan ekonomileri olarak gösterilen bu ülkelerin arasına Türkiye, Güney Afrika, Meksika, Endonezya ülkeleri de dâhil olmuştur. Şimdi bu ülkelerden Çin, Rusya ve Meksika dışındaki diğer ülkeler Kırılğan Beşli grubunda toplanmıştır. Ayrıca bu beşliye üç ülkenin daha katıldığı dair yeni görüşlerde mevcuttur. Bu ülkeler; Arjantin, Rusya ve Şili olarak belirtilmiştir (Uz2015:92).

2013 yılında ABD Merkez Bankası’nın (FED) tahvil alımlarının azaltılacağına yönelik açıklamanın ardından, gelişmekte olan ülke ekonomilerine hareket eden yabancı sermaye hareketlerinde azalmalar olmaya başlamıştır. FED’in bu açıklamasından sonra yükselen piyasa ekonomileri içinde diğerlerine kıyasla ulusal para birimleri en fazla değer kaybeden ülkeler Kırılğan Beşli ülke grubu olmuştur. Bu ülkelerin kırılğan beşli olarak sınıflandırılmasının asıl sebebi ise dolaylı yatırımlara yüksek orandaki bağımlılık, yüksek enflasyon, dış ticaret açıkları vb. nedenlerle bu beş ülkenin para birimlerinin 2013 yılında ABD Doları karşısında aşırı değer kaybetmeleridir (Akel 2015: 75).

Bu beş ülkenin Kırılğan Beşli olarak sınıflandırılmasının diğer nedenleri şöyledir (Erşin 2014: 47):

- Cari açık/GSYİH oranının yüksek olması,
- Büyüme oranındaki artışın istikrarsız olması,
- Dış finansman gereksiniminin yüksekliği,

- Siyasi belirsizlikler vb. potansiyel risklerin varlığı.

Kırılgan Beşli ülkeleri için anlatılmak istenen asıl olgu bu ülkelerin yatırım çekme cazibelerinin yüksek olmasına rağmen para birimlerinin değerini kaybettiğinde meydana gelen güven eksiklikleridir.

3.1. Literatür Taraması

Türkiye için sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki üzerine yapılan bazı akademik çalışmalar şöyledir.

Gürbüz (2006), VAR modeli yardımıyla Türkiye'nin 1990: 1-2005: 3 dönemini incelediği çalışmada, kısa vadeli sermaye girişlerinin yatırım ve tüketim kanallarıyla kısa vadeli ekonomik büyüme sağladığını tespit etmiştir.

Şimşek (2007), 1992: 1-2005: 12 arası Türkiye ekonomisini incelediği çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, kısa vadeli sermaye yatırımlarının giriş yaptığı yıllarda Türkiye ekonomisi büyümüş, döviz kuru değerlenmiş ve dış ticaret açığı verilmiştir. Kısa vadeli sermaye yatırımlarının çıkış yaptığı yıllarda ekonomik büyüme negatif etkilenmiş, döviz kuru değer kaybetmiş ve dış ticaret açığı azalmıştır.

Takım (2008), 1992-2016 arası dönem için yaptığı çalışmada, Türkiye'de yabancı sermayenin yurtiçi kredi imkânını artırarak reel sabit sermaye yatırımlarında artış sağlarken ekonomik büyümeyi de olumlu etkilediğini saptamıştır.

Efe (2008), Türkiye'nin 1980-2006 arası dönem için VAR analiziyle yaptığı çalışmada doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde güçlü etkileri olduğunu tespit etmiştir.

Sümer (2009), 1992-2007 arası dönem için VAR analizi kullanarak yaptığı çalışmasında, Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbestleştirilme sürecinin devam ettirilmesiyle sermaye birikimini artırarak ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini diğer yandan kısa vadeli sıcak para girişinin artmasının ekonomiyi olumsuz etkilediğini belirtmiştir.

Bıdırgı ve Tarı (2009), Türkiye'de 1990-2016 dönemi için doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının belirleyicilerini belirlemek için Johansen çoklu eşbütünleşme

analizi uygulamışlardır. Yapılan analiz sonucunda Türkiye'ye yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme ve dış açılığa olumlu yönde katkı sağladığı, enflasyon ve işgücü maliyetlerini olumsuz yönde etkilediği sonucuna varmışlardır.

Mucuk ve Demirsel (2010), Türkiye'deki doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini VAR modeli yardımıyla test etmişlerdir. 1992-2007 arası dönem için yapılan bu çalışmanın sonucuna göre değişkenlerin karşılıklı etkileşimleri olduğu ve uzun dönemde birlikte hareket ettikleri sonucuna ulaşmışlardır.

Türkmenoğlu (2012), 1980-2010 döneminde Türkiye'deki sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye olan etkisini Granger nedensellik testi yardımıyla incelemiştir. İnceleme sonuçlarına göre portföy yatırımları ve kredilerin ekonomik büyüme üzerinde etkili olmadığını sadece doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkide bulunduğunu belirtmiştir.

Şahin (2015), 1980-2013 arası dönemi, Türkiye'deki doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ARDL sınır testi kullanarak incelemiştir. İnceleme sonucunda yabancı sermaye ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin uzun dönem için istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ortaya koymuştur.

Acar (2016), Türkiye'nin 2001-2015 yıllarını kapsayan nedensellik analizinde yabancı yatırımların daha çok portföy yatırımı şeklinde gelmesi sebebiyle yabancı sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme arasında nedensellik bağı bulamamıştır.

Bulut ve Aykırı (2018), 1998-2017 yılları arasında Türkiye ekonomisi için yaptıkları incelemede, kısa vadeli sermaye olarak bilinen sıcak para hareketleriyle ekonomik büyüme arasında uzun vadede eşbütünleşik ilişki olduğunu saptamışlardır. Bununla birlikte vektör hata düzeltme modeli yardımıyla elde edilen bulgulara göre kısa vadeli sermaye hareketleri ve büyüme arasındaki ilişkinin uzun vadede geçici bir istikrar sağladığını gözlemlemişlerdir.

Örnek (2008), 1996:4-2006:1 dönemi için VAR tekniği kullanarak yaptığı çalışmada, kısa vadeli sermaye yatırımlarının ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki oluşturduğunu saptamıştır.

Ayrıca doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yurtiçi tasarruflar üzerinde olumlu etki oluşturduğunu ve kısa vadeli sermaye yatırımlarının yurtiçi tasarruflar üzerinde negatif etkiye sebep olduğunu aynı analizde belirtmiştir.

Sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme hakkında yapılan diğer çalışmalar ise şöyledir.

Nair-Reichert ve Weinhold (2001), 24 gelişmekte olan ülke için 25 yıllık bir dönemi incelemişlerdir. Çalışmada yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik etkilerinin heterojen olduğunu tespit etmişlerdir. Çalışma sonucuna göre yabancı sermaye yatırımlarından ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik olduğu belirlenmiştir.

Choe (2003), sermaye hareketleri ve büyüme arasındaki ilişkiyi, 80 ülke için 1971-1995 dönemi için incelemiştir. Araştırmada VAR modeli kullanılmıştır. Çalışma sonucuna göre büyüme ve yabancı sermaye hareketleri arasında çift yönlü bir ilişki saptanmıştır.

Okuyan ve Erbaykal (2008), 9 gelişmekte olan ülke için 1970-2006 arası dönem için yaptıkları Toda-Yamamoto nedensellik analizinde, 9 ülkenin hepsinde yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasında bir ilişki bulunduğunu saptamışlardır.

Ağayev (2010), 25 geçiş ekonomisi için yaptığı panel veri analizinde, uzun dönemde doğrudan sermaye yatırımları ve ekonomik büyümenin ortak yönetime sahip olduğunu belirlemiştir.

Vergil ve Karaca (2010), 1980-2015 arası dönemde farklı ülkeler için yaptıkları panel veri analizinde, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının, ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etki oluşturduğunu, kısa vadeli sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkiye sebep olduğunu saptamışlardır.

Uwubanmwun ve Ajao (2012), Nijerya için 1970-2009 arası dönem için Vektör Hata Düzeltme modeli ve Granger analizi yapmışlardır. Çalışma sonucuna

göre yabancı sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemde bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir.

3.2. Veri Seti ve Model

Çalışmanın bu kısmında panel veri analizine ilişkin veri seti, kullanılacak model yöntem hakkında bilgilere yer verilecektir.

Bu çalışmada net doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişi (DYY) ve gayri safi yurtiçi hâsıla (GSYİH) arasındaki ilişkinin panel veri analizi ile araştırılması amaçlanmaktadır. Çalışmanın kapsamını Kırılğan Beşli ülkeleri olarak nitelendirilen Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan ve Türkiye, sınırını ise 1981-2017 dönemi yıllık verileri oluşturmaktadır. Bu bağlamda hazırlanan veri setinin yatay kesitinde 5 ülke ve zaman kesitinde 37 yıl olmak üzere her değişken için toplam 185 veri bulunmaktadır. Veriler dolar para birimi olarak Dünya Bankası istatistik veri tabanından elde edilmiştir. Çalışmada kullanılan verilere ilişkin tanımlayıcı istatistikler aşağıdaki tablodaki gibidir. Kullanılan verilerde negatif değerler olması nedeniyle logaritma alma işlemi uygulanamamıştır. Tabloda değişkenlere ait minimum, maksimum, ortalama, standart hata ve toplam değerleri bulunmaktadır.

Tablo 13. Tanımlayıcı İstatistikler

	Ülkeler	Min.	Maks.	Ortalama	St. Hat	Toplam
DYY	Brezilya	3,5E+08	1,0E+11	2,8E+10	3,2E+10	1,0E+12
	Endonezya	-4,6E+09	2,5E+10	5,5E+09	8,2E+09	2,0E+11
	Hindistan	5,6E+06	4,4E+10	1,2E+10	1,6E+10	4,5E+11
	Türkiye	4,6E+07	2,2E+10	5,6E+09	7,1E+09	2,1E+11
	G. Afrika	-4,5E+08	9,9E+09	2,2E+09	2,9E+09	8,3E+10
	Kırılğan Beşli	-4,6E+09	1,0E+11	1,1E+10	1,9E+10	2,0E+12
GSYİH	Brezilya	2,0E+11	2,6E+12	9,9E+11	7,7E+11	3,7E+13
	Endonezya	7,6E+10	1,0E+12	3,4E+11	3,2E+11	1,3E+13
	Hindistan	1,9E+11	2,7E+12	8,2E+11	7,2E+11	3,0E+13
	Türkiye	6,0E+10	9,5E+11	3,8E+11	3,2E+11	1,4E+13
	G. Afrika	6,9E+10	4,2E+11	2,0E+11	1,1E+11	7,3E+12
	Kırılğan Beşli	6,0E+10	2,7E+12	5,4E+11	5,9E+11	1,0E+14

Elde edilen veriler ile oluşturulan ve çalışma kapsamında test edilmesi amaçlanan modeller aşağıdaki gibidir. Çalışmada analiz edilmesi amaçlanan ilk modelde GSYİH bağımsız (açıklayıcı) ve DYY bağımlı (açıklayıcı) değişken, ikinci modelde DYY bağımsız ve GSYH bağımlı değişken olarak belirlenmiştir. Ayrıca 2008 Küresel Krizi bu modellere kukla değişken olarak eklenmiştir. Buradaki amaç,

adı geçen krizin çalışmada kullanılacak değişkenler üzerindeki etkisinin varlığının ve boyutunun ortaya konulmasıdır. Krizin etkisinin ortaya çıktığı yıl olarak 2009 yılı baz alınarak model aşağıdaki gibi düzenlenmiştir.

$$\text{Model I, } \text{DYY}=\text{f}(\text{GSYH}), \quad \text{DYY}_t=\text{GSYH}_t+\text{dummy}_{2009}+u$$

$$\text{Model II, } \text{GSYH}=\text{f}(\text{DYY}), \quad \text{GSYH}_t=\text{DYY}_t+\text{dummy}_{2009}+u$$

3.3. EkonometrikYöntem

Ekonometrik analizlerde, genelde yatay kesit veya zaman serisi verilerinin kullanıldığı bilinmektedir. Zaman serileri ile ilgili analizlerde zaman boyutu üzerinde durulmakta iken, yatay kesit çalışmalarında ise kesit boyutu dikkate alınmaktadır. Fakat, 2000’li yıllardan sonra panel veri çalışmaları daha fazla tercih edilmeye başlamıştır. Panel veri çalışmalarında ise, zaman boyutu ve kesit boyutu birlikte incelenmektedir.

Yapılacak analiz ile yukarıda ifade edilen modele yer alan değişkenler arasındaki ilişkinin yönünün ve boyutunun ortaya konulması amaçlanmaktadır. Bu bağlamda ilk önce yatay kesit birimleri arasındaki karşılıklı bağımlılık ilişkisini test eden yatay kesit bağımlılığı testi yapılacaktır. Yatay kesit bağımlılığının varlığı halinde bu bağımlılığı dikkate alan yeni nesil testler kullanılmaktadır. Yatay kesit bağımlılığı bulunmadığında ise geleneksel yöntemler kullanılabilir. Bu testin ardından çalışmada kullanılacak değişkenlerin durağan olup olmadığı yani birim kök içerip içermediği test edilecektir. Çalışmada son olarak panel regresyon analizi ile yukarıda ifade edilen modellerin katsayı tahmini yapılacaktır. Tahmin edilen katsayıların istatistiksel olarak anlamlı olmaları halinde değişkenler arasındaki ilişkinin yönü ve boyutu teorik beklenti ile beraber değerlendirilecektir. Bu kapsamda kullanılacak ekonometrik yöntem aşağıdaki başlıklarda açıklanmıştır.

3.3.1. Panel Veri Analizi

Ekonometrik incelemeleri yapabilmek için öncelikle yapılması gereken şey değişkenlere ait verileri toplamaktır. Uygulamada üç farklı veri türü kullanılmaktadır. Bunlar, zaman serisi, yatay kesit ve karma veri türleridir. Yatay kesit veri, birçok birimin yalnızca bir dönemine ait verilerini verirken, zaman serisi

verisi yalnızca bir birimin farklı dönemlere ait bilgisini vermektedir. Zaman serisine; günlük, haftalık, aylık, yıllık gibi seriler örnek olarak gösterilebilir. Kesit serisine verilebilecek örnek, nüfus sayımları ve kişilere anket yapılarak toplanan bilgiler örnek olarak verilebilir. Panel veri, dönemlere ve birimlere ait bilgileri içermektedir (Baltagi 2005: 18). Başka bir deyiş ile, aynı kesit veriler belirli bir zaman içerisindeki değişimleriyle inceleniyorsa bu, karma veriler panel veri olarak tanımlanmaktadır (Gujarati 2003: 27).

Son zamanlarda yapılan çalışmalarda genellikle panel veri analizi kullanılmaktadır. Panel veri analizinde yatay kesit ve zaman serisi verileri birlikte değerlendirilerek ekonomik olguların kapsamlı analiz edilmesi amaçlanmaktadır. ni sağlamaktadır. Bu yüzden son dönemde ekonometrik analizlerde panel veri yöntemi daha çok tercih edilmektedir. Analizlerde panel veri yönteminin kullanılmasında bazı amaçlar vardır. Bunlar, yatay kesitte tüm birimlerin zaman içindeki değişimini göstermek, diğer değişkenler yardımıyla birimlerin hep birlikte ya da ayrı ayrı değişimlerini açıklamak ve her bir birime ait açıklayıcı değişkene bağlı kalınarak öngörüsünü yapabilmektir (Uçar 2013: 3).

Panel veri kullanmanın diğer analiz türlerine göre avantajları vardır. Bu avantajları şu şekildedir (Klevmarken 1989; Hsiao 2005: 146; Baltagi 2005: 6):

- Birim heterojenlik kontrolü,
- Daha kompleks davranış hipotezleri kurma ve test etme,
- İhmal edilen değişkenlerin kontrolü,
- Dinamik ilişkilerin ortaya çıkarılması,
- Model parametrelerin daha doğru tahmini,
- Tahminlerin hesaplanması ve istatistiksel çıkarım.

Panel verinin analizinin kullanılmasının bazı dezavantajları da vardır. Bu sorunlar şöyledir. (Uğur 2009:40-43; Özer, Biçerli 2004: 71):

- Veri seti oluşturulurken oluşan sorunlar,
- Yatay kesit ve zaman serisi birlikte değerlendirildiği için daha kompleks modellerin kurulmasına neden olması,
- Ölçümlerdeki hataların çarpıtılması,

- Seçim yanlılığı,
- Eğim katsayıları sabitken, birimlere göre sabit terimin değişebilmesi fakat zamana göre sabit kalabilmesi,
- Eğim katsayıları sabitken, birimlere ve zamana göre sabit terimin değişebilmesi,
- Hem sabit katsayılar hem de eğim katsayıları analizdeki birimlere göre değişebilmesi,
- Tüm katsayıların zamana ve birimlere göre değişebilmesi.

3.3.2. Birim Kök Testi

Zaman serisi analizleri yapılmadan önce, o seriyi oluşturan sürecin zamana göre sabitlik durumunun yani serinin durağan olup olmadığının saptanması gerekmektedir (Tatoğlu 2012: 80). Durağanlığın ifade edilme şekli genellikle şöyledir. Eğer bir zaman serisinin ortalaması ($E(Y_t)=\mu$) ve varyansı ($Var(Y_t)=E(Y_t-\mu)^2=\sigma^2$) belirli bir zaman dilimi içinde değişmiyorsa ve iki zaman süreci arasındaki kovaryans değeri ($\gamma_k=E[(Y_t-\mu)(Y_{t-k}-\mu)]$) de hesaplanan zaman dışında iki dönemin arasındaki açıklığa bağlıysa bu süreç için durağandır denilmektedir.

Eğer bir zaman serisi durağan değilse, o seri birim kök taşıyor demektir. Durağan olmayan serilerle yapılan analizler sahte regresyona sebep olabilmektedir. Sahte regresyon, iki değişken aralarında gerçekte anlamlı bir ilişki olmadığı halde istatistik olarak anlamlı bir ilişkinin var olmasıdır. Sahte regresyonla ulaşılan R^2 değeri F ve t istatistikleri yanıltıcı olabilmekte ve sapmalı sonuç verebilmektedir (Gujarati 2003: 797-806).

Panel veri analizi zaman serilerini de içerisinde bulundurduğundan, bu analizdeki değişkenlere ait serilerin durağanlık durumlarının ya da durağanlık derecelerinin tespit edilmesi önemlidir. Panel veri analizinde birim kök olup olmadığının saptanması için Dickey-Fuller (DF) ve Augmented-Dickey-Fuller (ADF) testleri de panel veri analizine uyarlanmıştır. Panel veri analizinde yapılan birim kök analizi, zaman serisi analizinde daha karmaşıktır. Panel birim kök ve zaman serisi birim kök incelemeleri arasındaki en büyük ayırım heterojenliktir. Panel veri analizinde ülkeler veya bireyler benzer özelliklere sahip olmayabilir. Bu da

bütün ülkelerin ya da bireylerin durağanlık bakımından farklılık gösterebileceği anlamına gelmektedir (Asteriou, Hall 2007: 366).

Panel birim kök testleri birinci ve ikinci kuşak testler olmak üzere iki gruba ayrılır. Birinci kuşak testlerde, birimler arasında korelasyon etkisinin olmadığı kabul edilirken, ikinci kuşak testlerde birimler arasında korelasyon etkisinin var olduğu kabul edilmektedir.

$$Y_{it} = \mu_i + \tau_i t + \rho Y_{it-1} + \delta_i \theta_i + \varepsilon_{it}$$

Yukarıda verilen denklemden μ_i sabit etkileri, τ_i trend etkilerini gösteren parametrelerdir. Bazı yöntemlerle ρ parametresi test edilerek durağanlık analizi yapılmaktadır. ε_{it} ortalamasının sıfıra yakın olduğu ve sabit varyanslı normal dağılıma uygun olduğu kabul edilmektedir.

3.3.2.1. LLC Testi

Levin-Lin-Chu (LLC) testinin kökeni Augmented-Dickey-Fuller (ADF) testlerine dayanmaktadır. LLC testi, bireysel birim kök testlerinin, kalıcı sapmalara sahip diğer hipotezlere karşı sınırlı gücü olduğunu savunmuştur. Özellikle küçük örneklerde bu durumun daha şiddetli olduğunu belirtmiştir. LLC bireysel birim kök testi uygulamalarından daha güçlü bir birim kök testi önermektedir (Baltagi 2008).

LLC testi, test istatistiksel verilerinin ve regresyon tahmin edicilerinin asimptotik nitelikleri birim kök olmayan durağan panel verilerden oluşan özelliklerin bir karışımıdır. Zaman serisi literatürde yalnızca bir zaman serisinde var olan birim kök test istatistik dağılımlarının standart olmayan bir dağılım olmasının aksine (Phillips, Ouliaris 1990), panel regresyon tahmin edicileri ile ilgili test istatistikleri dağılım olarak sınırlayıcı normal dağılım göstermektedir. Bununla birlikte, üzerinde durulması gereken konulardan biri de gecikmeli bağımlı değişkene ait katsayı, paneldeki tüm birimler arasında homojen şekilde kısıtlandığından, deterministik öğelerin model içerisinde heterojenliği sağlayan önemli bir unsurdur. Ayrıca, bir birim kökün olması, tahmin edicilerin yakınsama oranlarını ve t-istatistiklerinin $T \rightarrow \infty$ olduğu hallerde $N \rightarrow \infty$ gittiği durumdan daha fazla olmasına sebep olur (Barbieri 2006).

3.3.2.2. IPS Testi

Im-Pesaran-Shin (IPS) testinde, heterojen birim kök sınamalarında panel birim kök varlığını sınamak amacıyla p_1 katsayısının kabul gören tüm yatay kesitler için aynı olduğunu iddia eden LLC (2002) testinin diğer alternatif hipotezlerinin gevşetilmesi amaçlanmıştır.

IPS panel birim kök testini diğer testlerden ayıran önemli noktalardan biri, küçük örneklem özelliklerinin diğer kök testlerinden daha üstün olduğu için kullanılmasıdır. IPS birim kök testi, Y_{it} değişkenindeki katsayı üzerinde heterojenlik sağlayarak LLC testini genişletmiştir. Bu nedenle farklı kök testi sonuçlarının bir bütün halinde toplanmasında avantajlı olduğu düşünülebilir. Mandala ve Wu (1999), Monte Carlo simülasyonu ile yaptıkları IPS testini LLC ile mukayese ederek gücünü sınamış ve aşağıdaki sonuçlara ulaşmıştır (Kunst vd. 2011):

- LLC uygulamada fazla dikkat çekmediği ve genellikle kısıtı fazla olduğu için sınavacağı hipotezler de daha dar bir alanı kapsar.
- IPS, LLC testi ve IPS testlerinin karşılaştırmasını da sınar ve IPS testinin LLC testinden daha güçlü olduğunu savunur.

Ancak bu iki testin güçlerinin kıyaslanmayacağını ifade edenler de vardır (İnal, 2009). Bunun sebebi ise her ne kadar boş (H_0) hipotezlerin bu iki testte de birbirinden çok da farklı olmamasına rağmen, alternatif hipotezler farklıdır. Bununla birlikte, LLC sınaması (aslında hata varyansları ile hataların serisel korelasyonlarında heterojen olmalarına rağmen) otoregresif parametrelerin homojen olmasını baz alır. Başka bir deyişle, LLC sınaması karma regresyon temellidir. Öte yandan, IPS testi otoregresif parametrelerin heterojen olması temeline dayanır. Bir diğer deyişle IPS dinamik ve heterojen yapıdaki panel veri analizleri için geliştirilmiştir.

3.3.2.3. ADF ve PP Testi

Maddala ve Wu (1999) ile Choi (2001) IPS ve LLC analizlerindeki eksiklikleri tamamlayarak o çalışmaları baz alan yeni bir alternatif test ortaya koymuşlardır. Panel birim kök testlerine alternatif olarak Augmented-Dickey-Fuller (ADF) testi veya diğer durağan olmama testleri için bireysel testlerle oluşturulmuş

test istatistiklerinin p değerleri kombinasyonuna dayanan Fisher testini kullanmayı önermişlerdir (Baltagi 2005: 244; Barbieri 2006: 10).

Panel birim kökü incelemek için birim kök olduğunu savunan yokluk hipotezi $i=1,2,3,\dots,N$ için $H_0: \delta_i = 0$ (seride birim kök var), birim kök içermeyen alternatif hipotez ise $H_1: \delta_i < 0$ (seride birim kök yok) şeklindedir. Boş ve alternatif hipotezler yukarıda bahsi geçen birim kök testleri ile aynı olduğu kabul görmektedir. Bunlar genel olarak Fisher tipi sınamalar olarak adlandırılmaktadır. Fisher ve IPS testleri doğrudan karşılaştırılabilir. Fisher testi parametrik olmayan bir testtir. Herhangi birim kök testinden alınarak kullanılabilir. IPS testi ise parametrik testtir. IPS yalnızca ADF ile kullanılabilen bir testtir. IPS testi bireysel testlerle oluşturulan t-bar istatistiğine dayanan bir metot kullanırken, Fisher testlerinde ise bireysel testlerden oluşturulan p_i değerlerine dayanan bir istatistik kullanılır. Öte yandan boş ve alternatif hipotezler ise IPS ile aynıdır (Nargeleçekenler2009:104-105). Modelde p_i değerlerinin elde edilmesi için kullanılan temel denklem şöyledir:

$$P = -2\sum_{i=1}^N \ln p_i \quad (-2\ln p_i \text{ iki serbestlik dereceli bir } \chi^2 \text{ dağılımını ifade eder.})$$

IPS testi gibi dengesiz panellerde uygulanabilmesi ve herhangi bir birim kök testine göre düzenlenebilmesi Fisher tipi testlerin avantajı iken, p_i değerlerinin Monte Carlo simülasyonlarınca elde edilmesi bu testlerin dezavantajı olarak karşımıza çıkar (Maddala, Wu 1999: 636).

3.3.3. Eşbütünleşme Testi

Pedroni (1999, 2004), eşbütünleşme analizleri yapılırken heterojenliğe izin veren bazı testler önermiştir. Bu testler iki grupta incelenmektedir. Birinci gruptaki testlerde, grup zaman serilerindeki yatay kesitler içinde ayrı olarak hesaplanan eşbütünleşme testlerinin ortalaması kullanılmaktadır. İkinci grupta, istatistikler gruplanmakta ve ortalama bir parça olarak yapılmaktadır. Pedronieşbütünleşme testinin temeli, Engle-Granger testine dayanmaktadır. Pedronieşbütünleşme testi, durağan olmayan ancak serilerin birinci mertebeden durağan olduğu hallerde geçerlidir (Ergün, Polat 2015: 126). Pedroni, yedi adet eşbütünleşme istatistiği

geliştirmiştir. Bunların dört tanesi grup içi iken üç tanesi grup arasındadır (Asteriou, Hall, 2007: 374).

3.3.4. Hausman Testi

Sabit ve rassal etkiler modelleri arasında tercih yapabilmek için Hausman Testi kullanılmaktadır. Bu testteki hipotezler aşağıda açıklanmıştır.

H_0 :(Sıfır-temel hipotez) Açıklayıcı değişkenler ve birim (spesifik) etki arasında korelasyon yoktur. Bu hipotezde her iki tahminci de tutarlı olduğu için sabit ve rassal etkiler tahmincileri arasındaki farkın en küçük olacağı beklenmektedir. Rassal etkiler tahmincisi daha etkin olduğu için rassal etkiler tahmincisinin kullanımı daha uygun olacaktır.

H_1 : (Alternatif hipotez) Açıklayıcı değişkenler ile birim (spesifik) etki arasında korelasyon vardır. Bu durumda rassal etkiler tahmincisi sapmalıdır ve tahminciler arasındaki büyük fark olması beklenir. Bu bağlamda sabit etkiler modeli tutarlı olduğu için tercih edilmelidir.

Birim ya da birim-zaman farklılıklarını temsil eden katsayıların başka bir deyişle rassal etkili modeldeki hata terimi bileşenlerinin, modeldeki diğer bağımsız değişkenlerle ilişkili olmadığı hipotezinin geçerliliği, Hausman'ın önerdiği test istatistiği ile incelenebilmektedir. Bu test istatistiğiyle, rassal etkili modelin parametre tahmincileri ve sabit etkili model parametre tahmincileri arasındaki farkın istatistik açıdan anlamlı olup olmadığının analiz edilmesi gerekmektedir. İki model arasında seçim yapılabilmesi için Hausman test istatistiği kullanılmaktadır. Hausman test istatistiği "rassal etkiler tahmincisi doğrudur" sıfır hipotezi altında k serbestlik dereceli ki-kare dağılımı göstermektedir. Gerçekleşmesi durumunda rassal etkili modelin hata terimleri bileşenlerinin bağımsız değişkenler ile ilişkili olmadığı kararı verilebilir. Bu durumda sabit etkili model tercih edilir (Pazarlıoğlu, Gürler 2003: 5).

Sabit ve rassal etkiler modellerinden hangisinin tercih edileceği Hausman testi ile belirlenmektedir. Rassal etkiler modeli μ_i rassal değişkeni ve bağımsız değişkenler arasındaki korelasyonun sıfır olduğunu kabul etmektedir. Başka bir deyişle $\text{cor}(\mu_i, x_{it})=0$ ise rassal etkiler modeli kullanılmaktadır. Öte yandan, aritmetik ortalaması sıfır olan μ_i ile bağımsız değişkenlerin korelasyonu sıfıra eşit değil ise,

sabit etkiler modeli tercih edilmelidir. Sabit etkiler modeli $\text{cor}(\mu_i, X_{it}) \neq 0$ olduğu halde geçerli olmaktadır. Bu bağlamda Hausman testi k-1 serbestlik derecesinde bir tür Wald χ^2 testidir (Yaffee 2003: 8).

3.3.5. Regresyon Analizi

T sayıda gözlem ve N sayıda birimden oluşan, k tane açıklayıcı değişkene ait genel doğrusal panel veri modeli şu şekildedir:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad (i=1,2,\dots,N \text{ ve } t=1,2,\dots,T)$$

Burada Y, bağımlı değişken, X, bağımsız değişkenler, β eğim parametresi ve u hata terimidir. i alt indisi birimleri, t alt indisi ise zamanı göstermektedir. Y değişkeni, birimden birime ve bir zaman sürecinden ardışık zaman sürecine farklı değerler alan bağımlı bir değişken olduğunda, kesit boyutu için i, zaman periyodu için t olmak üzere iki alt indisle ifade edilmektedir. Doğrusal panel veri modelinde, parametrelerin zaman ya da birime göre değer almasına bağlı olarak farklı modeller mevcuttur (Hsiao 2003).

Panel veri model tahmini için kullanılan üç tahminci vardır. Bunlar havuzlandırılmış en küçük kareler tahmincisi, rassal etkiler tahmincisi ve sabit etkiler tahmincisidir. Klasik model olarak da bilinen havuzlandırılmış en küçük kareler tahmincisi panel verisinin panel olmasını dikkate almayan bir tahmin yöntemidir. Bu bağlamda örnek birimlerinin, homojen olduğu, yani zaman ve birim etkilerinin dâhil edilmediği bir tahmin söz konusudur (Asteriou, Hall 2007: 345).

Panel veri analizinde model tahmini oluşturulurken tahminlerde her bir birimde gözlemlenemeyen birim etkiler olabilmektedir. Bu etkilere, yatay kesit birim için tahmin yürütülen bir parametre olarak bakılıyor ise “sabit etkiler”, rassal bir parametre olarak bakılıyorsa “rassal etkiler” modeli söz konusudur. Model rassal etkiler ile tahmin edilirken, birim etkiler ve açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon farkı sıfır kabul edilirken, sabit etkiler modelindeyse korelasyonun sıfırdan farklı bir değer olduğu kabul edilmektedir. Ayrıca rassal etkiler modelinde zaman sabiti değişkenlerin varlığı mevcut olabilirken, sabit etkiler modelinde bu gibi değişkenlerin varlığı kısıtlanmaktadır (Tatoğlu 2012: 79).

Aşağıda panel veri analizlerinde en yaygın kullanılan sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri hakkında bilgi verilecektir.

3.3.5.1. Sabit Etkiler Modeli

Sabit etkiler yöntemi, bağımsız değişken olarak kabul edilen birimlerin farklılıklarının sabit terimde ortaya çıkacak farklılıklarla yakalanabileceğini iddia eden modeldir. Panel veri analizi, birimler arasındaki farklılıkları katsayılardaki farklılardan yola çıkarak açıklar. Öte yandan sabit etkiler modeli ise katsayıların zaman ve birimlere göre değiştiğini kabul eder. Böylelikle tüm bağımsız değişkenlere ait katsayıları farklı bir model yapısı karşımıza çıkarmaktadır (Pazarlıoğlu, Gürler 2007: 4).

Sabit etkiler yöntemi birimler arasındaki ilişki farklılıklarını inceliyorsa tek yönlü sabit etkiler, birimler ve zaman arasındaki ilişki farklılıklarını inceliyorsa çift yönlü sabit etkiler modeli olarak adlandırılır. Sabit etkiler modelinin temelinde eğimlerin değişmemesi ve sabit katsayıların değişmesi vardır. Sabit etkiler yönteminin uygulama kriterleri incelendiğinde; kesit birimin zaman serisinden fazla olduğu durumda yapılan analizlerde serbestlik sorununa sebep olduğu, değişken sayısının fazla olduğu ve bununla beraber çoklu bağlantı problemine neden olduğu ve hata teriminin sıfır olarak kabul edilmesi sebebiyle ardışık bağımlılık olmamasına sebep olduğu görülmektedir (Gujarati 2003).

Tek Yönlü Sabit Etkiler Modeli:

$$Y_{it} = (\alpha_{it} + u_{it}) + \beta_{1it}X_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + e_{it}$$

Çift Yönlü Sabit Etkiler Modeli:

$$Y_{it} = (\alpha_{it} + u_{it} + \lambda_{it}) + \beta_{1it}X_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + e_{it}$$

Burada $e_{it} \sim IID(0, \sigma^2 e)$ olduğu varsayılmıştır. Başka bir ifadeyle hata terimlerinin, varyansının sıfıra eşitleyecek biçimde bağımsız ve özdeş dağıldığı kabul edilmektedir. Ayrıca her bir X_{it} değeri e_{it} değerinden bağımsızdır (Baltagi, 2005:12).

3.3.5.2. Rassal Etkiler Modeli

Sabit etkiler modeli, bağımsız değişken birimlerinin farklılıklarının sabit terimde ortaya çıkacak farklılıklar ile yakalanabileceğini savunmakta iken rassal etkiler modeli, modeldeki tüm katsayıların zaman ve kesit ile bağımsız değişkenler arasında bir ilişkinin olup olmayacağını ilişkinin rassal hata terimi ile açıklanabileceği öne sürmektedir. Rassal etkiler modelinde ilişkinin bu yöntemle açıklanması varyans bileşen yöntemi olarak da açıklanmasını sağlamaktadır.

Rassal etkili modellerde, kesitlere ya da hem kesitlere hem de zamana bağlı olarak ortaya çıkan değişiklikler, hata teriminin bir bileşeni olarak modele katılmaları durumunda söz konusu olur. Rassal etkili modeller serbestlik derecesi kaybının ortadan kalkmış olması nedeniyle sabit etkili modellerden üstündür. Ayrıca rassal etkiler modeli, örneklem haricindeki etkilerin de modele dâhil edilmesine imkân sağlamaktadırlar. Bu modeller hata teriminin μ_i değerini içermesi sebebiyle aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

Tek Yönlü Rassal Etkiler Modeli:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1it}X_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + (\mu_i + v_{it})$$

Çift Yönlü Rassal Etkiler Modeli:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1it}X_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + (\mu_i + \lambda + v_{it})$$

Bu modeldeki hata terimi iki bileşenli bir hata terimidir ve $v_{it} \approx \text{IID}(0, \sigma^2v)$ ve $\mu_i \approx \text{IID}(0, \sigma^2t)$ varsayımları geçerlidir. Bu modeldeki iki bileşenli hata terimlerinden ilki $i=1,2,\dots,N$ şeklindeki bir kesitin zaman boyutunda değişiklik göstermeyen μ_i değeri ve zaman boyutunda değerleri birbiriyle bağlantılı olan geri kalan diğer kısmını gösteren v_{it} değeridir. Modelde kesit etkisini gösteren μ_i ile diğer hata terimlerini içeren v_{it} birbirinden bağımsızdır. Ayrıca hata teriminin bu iki bileşeni tüm bağımsız değişkenlerin herhangi bir gözlem değerinden bağımsızdır. Bu sebeple rassal etkiler modelini gösteren yukarıdaki eşitlikler içerisinde ifade edilen hata terimi bileşenleri (v_{it} ve μ_i) tahmininde sıradan en küçük kareler tahmincileri sapmasız ve tutarlıdır (Özer, Çiftçi 2009: 39-49).

3.4. Analiz Sonuçları

Çalışmanın bu kısmında Kırılgan Beşli ülkeleri üzerine yapılan panel veri analizi kapsamında yapılan uygulamanın sonuçları aşama aşama değerlendirilecektir.

3.4.1. Yatay Kesit Bağımlılığı

Panel veri analizlerinde bir takım testlerin yapılabilmesi için yatay kesitler arasındaki bağımlılığın test edilmesi gerekmektedir. Bu test sonucuna göre yatay kesit birimleri arasında bağımlılık varsa bu bağımlılığı dikkate alan yeni nesil testlerin uygulanması gerekmektedir. Eğer yatay kesit birimleri arasında bağımlılık tespit edilemezse birinci nesil analiz testlerinin kullanılmasında sakınca bulunmamaktadır. Yatay kesit bağımlılığını araştıran testler en küçük kareler yöntemi sonucu elde edilen tahmin sonuçlarının hata terimleri üzerine odaklanmaktadır. Bu testlerde yatay kesit birimleri arasında bağımlılık olmadığını iddia eden sıfır hipotezi yatay kesit birimleri arasında bağımlılık olduğunu iddia eden alternatif hipoteze karşı sınanmaktadır. Aşağıdaki tabloda yatay kesit bağımlılığına ilişkin test sonuçları yer almaktadır.

Tablo 14. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

Testler	İstatistik	Prob.
Breusch-Pagan LM	13.80517	0.1821
Pesaran LM	0.850863	0.3948
Pesaran CD	0.113965	0.9093

Çalışmada kullanılacak modellere ilişkin yapılan yatay kesit bağımlılığı testlerinde yatay kesit birimleri arasında bağımlılık olmadığını iddia eden sıfır hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilememektedir. Buradan hareketle çalışmada birinci nesil testlerin kullanılmasında sakınca bulunmamaktadır.

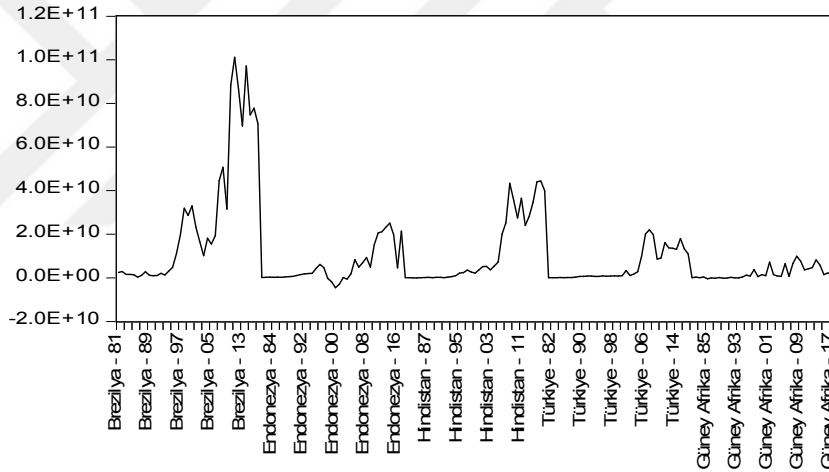
3.4.2. Birim Kök Testi

Birim kök testlerinde ilgili değişkenin birim köke sahip olduğunu yani durağan olmadığını iddia eden sıfır hipotezi değişkenlerde birim kök olmadığını yani değişkenlerin durağan olduğunu iddia eden alternatif hipoteze karşı sınanmaktadır. Aşağıdaki tabloda çalışmada kullanılacak değişkenlerin düzey değerlerine ilişkin birim kök testi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 15. Düzey Değerlerine İlişkin Birim Kök Testi Sonuçları

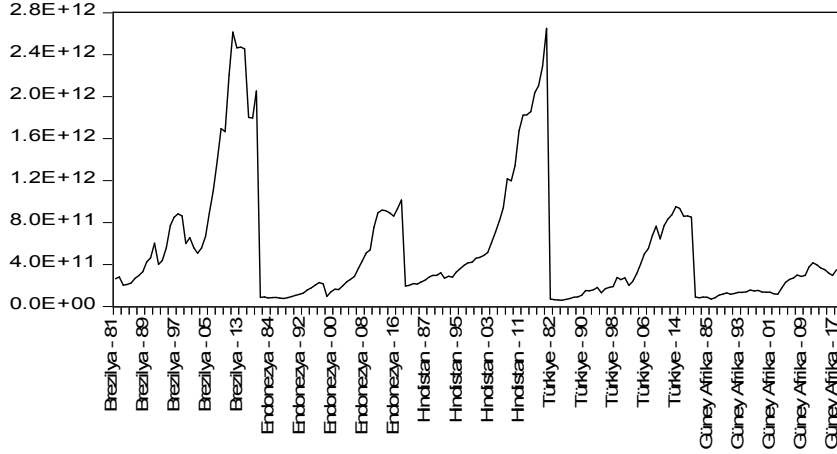
Testler	DYY		GSYİH	
	İstatistik	Prob.	İstatistik	Prob.
Levin, Lin ve Chu	-1.34796	0.0888	0.91520	0.8200
Im, Pesaran ve Shin	-1.25818	0.1042	1.75438	0.9603
ADF - Fisher	14.6467	0.1455	5.70675	0.8393
PP - Fisher	17.4451	0.0651	3.36055	0.9716

Birim kök testi sonuçlarına göre, DYY değişkeni için IPS ve ADF testlerinde %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde, LLC ve PP testlerinde %1 ve %5 anlamlılık düzeylerinde, GSYİH değişkeni için tüm testlerde %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde değişkenlerin birim köke sahip olduğunu iddia eden sıfır hipotezi reddedilememektedir. Buradan yola çıkarak değişkenlerin durağan olmadığı ve sahte regresyona yol açabileceğini söylemek mümkündür. Doğrudan yabancı yatırımlar değişkeninin düzey değerine ait grafik aşağıda gösterilmektedir.



Şekil 9. DYY Değişkeni Düzey Değerleri

Gayri safi yurtiçi hâsıla değişkeninin düzey değerine ait grafik aşağıda gösterilmektedir.



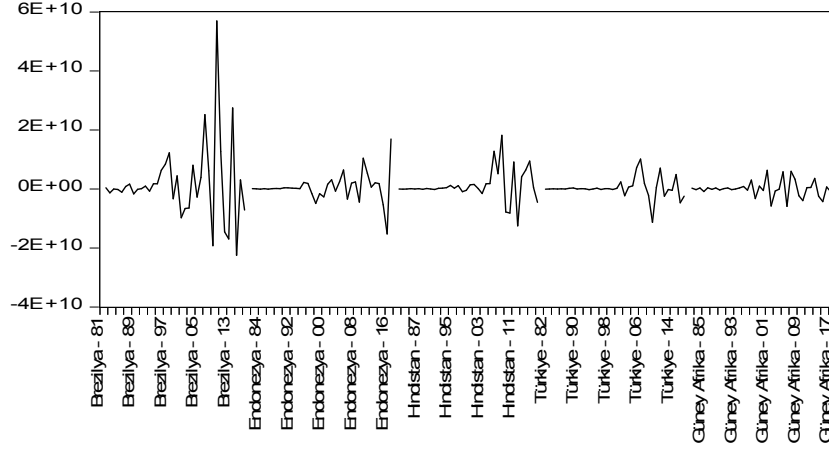
Şekil 10. GSYİH Değişkeni Düzey Değerleri

Birim kök sorunun üstesinden gelmek için değişkenlerin farkı alınmaktadır. Aşağıdaki tabloda çalışmada kullanılacak değişkenlerin birinci farkları alınmış hallerine ilişkin birim kök testi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 16. Birinci Fark Değerlerine İlişkin Birim Kök Testi Sonuçları

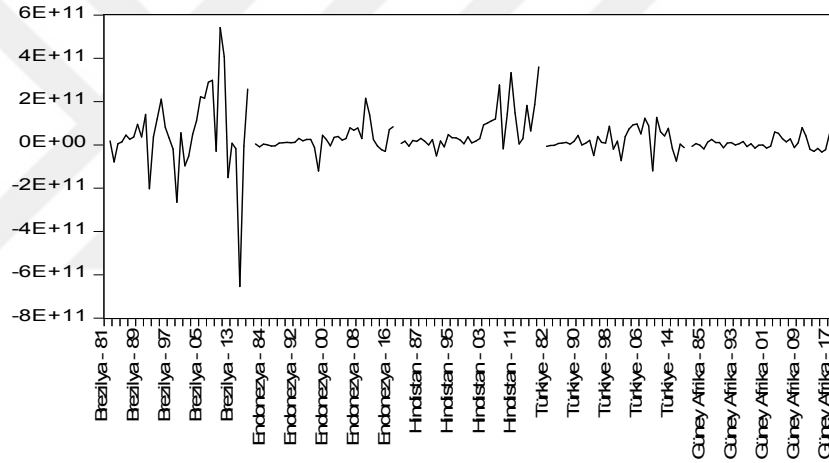
Testin Adı	DYY		GSYİH	
	İstatistik	Prob.	İstatistik	Prob.
Levin, Lin ve Chu	-2.73869	0.0031	-2.33738	0.0097
Im, Pesaran ve Shin	-7.71017	0.0000	-4.68883	0.0000
ADF - Fisher	67.5371	0.0000	39.1281	0.0000
PP - Fisher	310.577	0.0000	51.1852	0.0000

Tablodaki sonuçlara göre değişkenlerin birim köke sahip olduğunu iddia eden sıfır hipotezi tüm değişkenler için tüm testlerde %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde reddedilmektedir. Dolayısıyla çalışmada kullanılacak değişkenler birinci farkları alındığında durağan hale gelmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar değişkeninin birinci farkına ait grafik aşağıda gösterilmektedir.



Şekil 11. DYI Değişkeni Birinci Fark Değerleri

Gayri safi yurtiçi hâsıla değişkeninin birinci farkına ait grafik aşağıda gösterilmektedir.



Şekil 12. GSYİH Değişkeni Birinci Fark Değerleri

Birinci farkı alınmış serilere ilişkin grafikler incelendiğinde serilerin durağan bir seyir izlediği görülmektedir.

3.4.3. Eşbütünleşme Testi

Aşağıdaki tabloda gayri safi yurtiçi hâsıla ve doğrudan yabancı yatırımlar serilerinin uzun dönem ilişkilerinin araştırıldığı, gayri safi yurtiçi hâsıla değişkeninin bağımsız, doğrudan yabancı yatırım değişkeninin bağımlı değişken olduğu modele ilişkin Pedroni Eşbütünleşme Testi sonuçları yer almaktadır. Bu testte değişkenler arasında eşbütünleşme olmadığını iddia eden sıfır hipotezi sınanmaktadır.

Tablo 17. Model I Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Testler	t-İst.	Prob.	Ağ. T-İst	Prob.
Panel v	3.264064	0.0005	0.429627	0.3337
Panel rho	-8.875116	0.0000	-8.288733	0.0000
Panel PP	-1.676898	0.0000	-2.081236	0.0000
Panel ADF	-8.765286	0.0000	-9.302881	0.0000
Grouprho	-7.988419	0.0000		
Group PP	-2.419879	0.0000		
Group ADF	-1.004673	0.0000		

Analiz sonuçlarına göre %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde sıfır hipotezi reddedilebilmekte ve değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğu kabul edilmektedir.

Aşağıdaki tabloda doğrudan yabancı yatırımlar ve gayri safi yurtiçi hâsıla serilerinin uzun dönem ilişkilerinin araştırıldığı, doğrudan yabancı yatırım değişkeninin bağımsız, gayri safi yurtiçi hâsıla değişkeninin bağımlı değişken olduğu modele ilişkin Pedroni Eşbütünleşme Testi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 18. Model II Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Testler	t-İst.	Prob.	Ağ. T-İst	Prob.
Panel v	2.830556	0.0023	-0.168270	0.5668
Panel rho	-6.239262	0.0000	-6.981222	0.0000
Panel PP	-5.023258	0.0000	-5.624371	0.0000
Panel ADF	-4.185547	0.0000	-4.538658	0.0000
Grouprho	-5.405359	0.0000		
Group PP	-5.882605	0.0000		
Group ADF	-4.561228	0.0000		

Bir önceki modelde olduğu gibi bu modelde de %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde sıfır hipotezi reddedilebilmekte ve değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğu kabul edilmektedir.

3.4.4. Hausman Testi

Çalışmada kullanılacak değişkenlerin durağanlığı sağlandıktan sonra yapılacak panel regresyon analizi için model seçimi yapılması gerekmektedir. Model seçimi yaparken sabit veya rassal bir etkinin olup olmadığı araştırılmalıdır.

Çalışmada sabit veya rassal etkinin varlığını araştırmak için Hausman Testi uygulanmıştır. Bu testte rassal etkili modelin tercih edilmesi gerektiğini iddia eden sıfır hipotezi sabit etkili modelin tercih edilmesi gerektiğini iddia eden alternatif hipoteze karşı sınanmaktadır.

Tablo 19. Hausman Testi Sonuçları

Modeller	İstatistik	d.f.	Prob.
Model I	0.423779	2	0.8091
Model II	1.486119	2	0.4757

Çalışmada kullanılacak modeller için yapılan Hausman Testi sonuçlarına göre sıfır hipotezi %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde reddedilememektedir. Dolayısıyla çalışmada yapılacak regresyon analizinde rassal etkili model tercih edilecektir.

3.4.5. Regresyon Analizi

Aşağıdaki tabloda gayri safi yurtiçi hâsılanın doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisinin araştırıldığı yani gayri safi yurtiçi hâsıla değişkeninin bağımsız, doğrudan yabancı yatırım değişkeninin bağımlı değişken olduğu modele ilişkin regresyon tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 20. Model I Regresyon Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	St. Hata	t-İst.	Prob.
GSYİH	0.031994	0.004228	7.567931	0.0000
dummy	-1.26E+09	9.00E+08	-1.397897	0.1640
C	12048637	4.59E+08	0.026256	0.9791
	<i>R Kare</i>		0.2887	
	<i>D-W İst.</i>		2.0852	
	<i>F-İst.</i>		9.6816	
	<i>F-prob</i>		0.0000	

Tabloda analize konu olan ülkelerde gayri safi yurtiçi hâsılanın doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi pozitif ve anlamlı bulunmuştur. Buna göre bu ülkelerdeki gayri safi yurtiçi hâsıla artışı bu ülkelere gelen doğrudan yabancı yatırımları olumlu yönde etkilemektedir. 2008 küresel krizini temsil eden kukla değişkenin katsayısı ise tahmin edilen modelde %10 olasılık düzeyinde bile anlamlı çıkmamıştır.

Aşağıdaki tabloda doğrudan yabancı yatırımlarının gayri safi yurtiçi hâsıla üzerindeki etkisinin araştırıldığı yani doğrudan yabancı yatırım değişkeninin bağımsız, gayri safi yurtiçi hâsıla değişkeninin bağımlı değişken olduğu modele ilişkin regresyon tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 21. Model II Regresyon Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	St. Hata	t-İst.	Prob.
DYY	6.341729	0.904717	7.009627	0.0000
dummy	3.24E+10	2.00E+10	1.622015	0.1067
C	2.30E+10	1.06E+10	2.173991	0.0311
	<i>R Kare</i>		0.3153	
	<i>D-W İst.</i>		1.9028	
	<i>F-İst.</i>		10.9876	
	<i>F-prob</i>		0.0000	

Tabloda analize konu olan ülkelere gelen doğrudan yabancı yatırımların gayri safi yurtiçi hâsıla üzerindeki etkisi pozitif ve anlamlı bulunmuştur. Buna göre bu ülkelere doğrudan yabancı yatırımı geldikçe bu ülkelerdeki gayri safi yurtiçi hâsılayı olumlu yönde etkilemektedir. Önceki modelde olduğu gibi bu modelde de 2008 küresel krizini temsil eden kukla değişkenin katsayısı yine %10 olasılık düzeyinde bile anlamlı çıkmamıştır.

Sonuç olarak analize konu olan Kırılgan Beşli ülkelerinde doğrudan yabancı yatırımların gayri safi yurtiçi hâsılayı, gayri safi yurtiçi hâsılanın da doğrudan yabancı yatırımları etkilediği ve etkilerin pozitif yönde olduğunu söylemek mümkündür. Ortaya çıkan bu sonuçlar teorik beklenti ile uyumludur.

SONUÇ

Sermayenin ülkeler ya da piyasalar arası aktarımı olan sermaye hareketleri son yıllarda baş döndürücü bir hızda artmıştır. Kendi ülkesinde yatırım kârlılığı azalan birey ya da kurumlar diğer ülkelere sermaye sağlayarak bu ülke ekonomilerini olumlu ya da olumsuz birçok şekilde etkilemişlerdir. Doğrudan yatırım olarak da tanımlanan uzun vadeli sermaye yatırımları, yatırım yapılan ülkede işsizliği azaltma, ihracatı artırma, ithalatı azaltma, ölçek ekonomilerine geçiş yapma, döviz rezervlerini artırma gibi ülke ekonomisi için birçok olumlu durumu beraberinde getirebilir. Bu yatırım türünde yatırımın amortisman süresinin uzun olması, yüksek vergi ödeme, ulusal para biriminin değerlendirilerek yatırımcının reel olarak zarara uğraması gibi birçok risk unsurunu barındırarak yatırımcı için birçok olumsuz etkiye neden olabilir. Kısa vadeli sermaye, çok kısa bir zaman dilimi içinde ülkeler ya da piyasalar arası geçiş yaptığından yatırım alan ülke için fiyat istikrarı bağlamında sorunlara yol açabilirken, daha fazla kâr olan ülkeye yönelerek kârlılığını artıran yatırımcılar için kârlı bir yatırım türü olarak karşımıza çıkar.

Ülkeler çeşitli ekonomik hedefleri için yabancı sermayeyi kendi ülkelerine çekmek isterler. Fakat yabancı sermayeyi istemelerinin asıl nedeni ekonomik büyümenin sağlanmasında yabancı yatırımların oynadığı roldür. Tasarrufları yetersiz olan ülkeler bu fonları kullanarak ekonomik büyümeyi sağlamak istemektedirler. Tasarruf miktarı yetersiz olan Türkiye de yabancı yatırım almak için çeşitli hukuki ve ekonomik düzenlemeler yapmıştır. Bu düzenlemelerin sonuç vermesiyle Türkiye'ye sermaye girişleri hızlanmıştır. Ancak bu düzenlemelerin yetersiz oluşu ve ekonomideki yapısal sorunlar nedeniyle yabancı yatırımlar ülkeden çıkmaya başlamıştır. Zaten ekonomik anlamda zayıf durumda olan Türkiye sermaye kaçışıyla birlikte finansal krizler yaşamış ve bu krizlerin olumsuz etkileri yıllar boyunca sürmüştür.

Kırılgan beşli olarak bilinen beş ülkenin yüksek enflasyon, istikrarsız büyüme gibi birçok ortak yönü olmalarına rağmen birbirlerine en çok benzedikleri yön küresel rezerv para birimi olan dolara karşı ulusal para birimlerinin aşırı kırılgan

olmalarıdır. Bu durum ise bu ülke ekonomilerinin spekülasyona açık olması anlamına gelmektedir.

Bu çalışmada Türkiye, Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ülkelerinden oluşan Kırılgan Beşli ülkelerinde sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye etkisi araştırılmıştır. Yapılan analiz sonucunda sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir. Yani uzun dönemde bu değişkenlerin beraber hareket ettiğini söylemek mümkündür. Ayrıca sermaye hareketlerinin bu beş ülkede ekonomik büyümeyi artırdığı gözlemlenmiştir. Diğer bir açıdan bakıldığında sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme karşılıklı etkileşim halindedir. Yani ekonomik büyüme gerçekleştiğinde ekonomiye giren sermaye miktarını artırmış ayrıca sermaye girişiyle de ekonomik büyüme artmıştır. Ulaşılan bu sonuçlar, Bu analiz sonucu; Nair-Reichert ve Weinhold (2001), Choe (2003), Okuyan ve Erbaykal (2008), Örnek (2008), Efe (2008), Takım (2008), Sümer (2009), Bıdırgı ve Tarı (2009), Ağayev (2010), Mucuk ve Demirsel (2010), Vergil ve Karaca (2010), Türkmenoğlu (2012), Uwubanmwun ve Ajao (2012), Şahin (2015), Acar (2016), Bulut ve Aykırı (2018) çalışmalarındaki sonuçlarla örtüşmektedir. Dolayısıyla bu ülkelerin ekonomik büyümeleri için sermaye hareketlerinin girişini kolaylaştıracak düzenlemeleri yapmaları, hem ekonomik büyümeyi hem de sermaye girişini artıracak bir döngü oluşturabileceği için bu düzenlemeler Kırılgan Beşli Ülkeleri için önem arz etmektedir.

KAYNAKÇA

- Acar, Merve (2016).Doğrudan Yabancı Sermayenin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Örneği. *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*.13: 102.
- Adıgüzel, Muhittin (2013). “Ekonomik Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri”. *Akademik Bakış Dergisi*. 35: 3.
- Ağayev, Şeymur (2010). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Geçiş Ekonomileri Örneğinde Panel Eştümleşme Ve Panel Nedensellik Analizleri. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 12(1): 159-184.
- Ajami, Riad, Cool, Karel, Goddard, Jason ve Khambata, Dra (2006). *International Business: Theory And Practice*. 2. Baskı. Newyork: M.E Sharpe.
- Akel, Veli (2015). Kırılgan Beşli Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Eşbütünleşme Analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*. 11(24): 75-96.
- Akdemir, Necla Buruç (2017). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Finansal Krizlere Etkileri 2001 Türkiye Krizi*. İstanbul Medeniyet Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Akdiş, Muhammet (2000). *Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Alp, Ali (2002). *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*. Ankara: İMKB Yayınları.
- Asteriou, Dimitrios and Hall, Stephen (2007) *Applied Econometrics: A Modern Approach Using Eviews and Microfit Revised Edition*. New York: Pallgrave Macmillan.
- Atakişi, Ahmet ve Civelek, Uğur (2009). *Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz*. İstanbul: Literatür Yayınları.

- Baran, Tuncer (1968). *Türkiye’de Yabancı Sermaye Sorunu*. Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları.
- Barbieri, Laura (2006): Panel Unit Root Tests: A Review. *Serie Rossa: Economia-UCSC Piacenza*. 43: 1-53.
- Baltagi, Badi. (2005). *Econometrics Analysis of Panel Data*. West Sussex. England: John Wiley&Sons Ltd
- Batmaz, Nihat ve Tunca, Halil (2005). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye (1923-2003)*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Berksoy Taner ve Saltoğlu Burak (1998). *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*. İstanbul: Mega Ajans Basımevi.
- Boratav, Korkut (2006). *Türkiye İktisat Tarihi (1908-2005)*. Ankara: İmge Kitabevi.
- Bulut, Ömer Uğur ve Aykırı, Murat (2018). Sıcak Para Hareketleri Bileşenlerinin Varlığı. *Kafkas Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 9(18): 539-560.
- Choe, Jong (2003). “Do Foreign Direct Investment and Gross Domestic Investment Promote Economic Growth”. *Review of Development Economics*. 7(1): 044-57.
- Çetin, Muhammet Şükrü (2008). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği*. Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Delioğlu, İlknur Türker (2010). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makro Ekonomik Etkileri*. Mustafa Kemal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Derviş, Kemal (2007). Küreselleşme, Büyüme ve Gelir Dağılımı. *Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi*. 27: 1-9.
- DPT (2007). “Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri”, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü. Erişim tarihi: 07.08.2018. <http://ekutup.dpt.gov.tr/dunya/rusya.pdf>
- Dünya Bankası (2019). Erişim tarihi: 19.01.2019. <https://data.worldbank.org/>

- Elbir, Cafer (2010). *Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Emil, Dilek (2003). “Cumhuriyetin Kuruluşundan Günümüze İzlenen Yabancı Sermaye Politikaları”. *Hazine Dergisi Cumhuriyetin 80. Yılı Özel Sayı*. 110.
- Ergi Mustafa (2001), “Dünya’da ve Türkiye’de Krizin Anatomisi”. *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı 2*. 42: 950.
- Ergün, Suzan ve Atay, Melike Polat (2015). OECD Ülkelerinde Co₂ Emisyonu, Elektrik Tüketimi ve Büyüme İlişkisi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 45: 126
- Erşin, Feyza (2014). “Yükselen Ekonomiler ve Kırılgan Beşli: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme”. *Bankacılık ve Finansal Araştırmalar Dergisi (BAFAD)*. 1: 43-51.
- Fırçasıgüzel, Onur (2010). *Küreselleşmenin Uluslararası Sermaye Hareketleri Üzerine Etkileri; Gelişmekte Olan Ekonomilerin Konumu*. İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Genç, Erhan (2015). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Ve Yabancı Portföy Yatırımları Bağlamında Bir Analiz: Türkiye Örneği*. Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.
- Girdap, Özlem (2007). *Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi, Finansal Krizler ve Türkiye*. Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Göksu, Gökhan (2015). *Türkiye’de Yaşanan Finansal Kriz Dönemlerinde Uluslararası Brüt Sermaye Hareketlerinin Analizi*. Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.
- Görgün, Tuğrul. “Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesinin Etkin Kurumsal Yapılanmaları”(2004). Dış Ticaret Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi.

- Gujarati, Damodar (2003). *Basic Econometrics*. New York: The McGraw-Hill Companies.
- Hsiao, Cheng (2005). *Why Panel Data? The Singapore Economic Review*. 2: 143-154.
- Gülay, Emrah (2008). *Tasarruf ve Yatırım Arasındaki İlişkinin Sermaye Hareketliliği Üzerine Etkileri*. Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Gürbüz, Rana (2006). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri*. Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- İnan, Alpan (2002). “*Kur Rejimi Tercih ve Türkiye*”. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu Yayınları.
- İnan, Alpan (2002). “Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi”. *Bankacılar Dergisi*. 42: 57-58.
- İnsel, Aysu ve Sungur Nesrin (2003). “*Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği –1989: III– 1999: IV*”. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni. 1-29 Erişim tarihi: 12.10.2018. <http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf>.
- Kar, Muhsin ve Kara, Akif (2003). “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”. *Dış Ticaret Dergisi*. 29: 46-80.
- Kar, Muhsin ve Kara, Mehmet Akif (2005). “Yabancı Sermaye Çeşitlerinin Yatırımlar Ve Tasarruflar Üzerine Etkilerinin Ekonometrik Analizi” , *İktisat İşletme Finans Dergisi*. 228: 93-108.
- Kara, Mehmet Akif (2002). *Sermaye Hareketlerinin Yatırımlar ve Tasarruflar Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği*. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Kara, Hakan (2012). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Faiz Arasındaki İlişki*. İstanbul Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

- Karabıçak, Mevlüt (2002). “Küreselleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerinde Ortaya Çıkan Yönelim ve Tepkiler”. *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. 7(1): 115-131.
- Karlık, Rıdvan (2002). *Uluslararası Ekonomi: Teori ve Politika*. İstanbul: Beta Basım Yayım.
- Karlık, Rıdvan. (2007). “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı”. Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye Paneli.
- Karlık, Rıdvan (1983). *Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Ekonomik Yayınlar Dizisi.
- Kahvecioğlu, Faruk (2014). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ekonomilere Sosyo-Ekonomik Etkileri: Türkiye, Brezilya, Malezya Örneği*. Ordu Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Kazgan, Gülten (1995). “Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'nin Yeri”. İstanbul: Altın Kitaplar Yayınları.
- Keskin, Nagehan (2008). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği*. Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.
- Klevmarke, Anders (1989). Panel studies: What Can We Learn From Them? Introduction. *European Economic Review*. 33: 523-529.
- Kunst, Robert, Nell, Christopher, Zimmermann, Stefan (2011). Summary Based on Chapter 12 of Baltagi: Panel Unit Root Tests. *Department of Economic The University of Vienna*. 1-10. Erişim tarihi: 10.10.2018. https://homepage.univie.ac.at/robert.kunst/pan2011_pres_nell.pdf
- López Alejandro (1999). Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences and Policy Response. *IMF Working Paper*. 99: 17.
- Maddala, Gangadharrao ve Wu, Shaowen (1999). “A Comparative Study of Unit Root Tests With Panel Data and A New Simple Test”. *Oxford Bulletin Economics and Statistics, Special Issue*. 61(S1): 632-652.

- Mahlebiciler, Özge (2006). *Türkiye Cumhuriyeti Merkezi Bankasının Rezerv Yönetim Politikaları ve Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarının Analizi*. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü.
- Mucuk, Mehmet ve Demirsel, Tahir Mustafa. (2009). Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Performans. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 21: 365-370.
- Nair Reichert, Usha ve Diana Weinholt (2001). "Causality Tests For Cross-Country Panels: A New Look at FDI and Economic Growth İn Developing Countries. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. 63(2) : 153-171.
- Nargeleçekenler, Mehmet (2009). *Makro ekonomik ve Finansal Serilerin Ekonometrik Analizi: Panel Veri Yaklaşımı*. Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.
- Okuyan, Aydın ve Erbaykal, Erdal (2008). Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırımlar Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi. *Ekonomik Yaklaşım*. 67(19): 47-58.
- Oruç, Semiye ve Turgut, Ahmet (2014). Finansal Derinleşme, Ekonomik Büyüme ve Türk Finans Sistemi (1990-2010). *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Dr. Mehmet YILDIZ Özel Sayısı*. 109-118.
- Öçal, Tezer ve Faruk, Çolak (1999). *Finansal Sistem ve Bankalar*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Öniş, Ziya ve Aysan, Ahmet Faruk (2003). "Neoliberal Globalization, The Nation State and Financial Crises in the Semi-Periphery: A comparative Analysis". *Third World Quarterly*. 21(1): 119-139.
- Örnek, İbrahim (2008). Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi* 63(02): 199-217.
- Özer, Mustafa ve Çiftçi, Necati (2009). "Ar-ge Harcamaları ve İhracat İlişkisi: OECD Ülkeleri Panel Veri Analizi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 23: 39-49.

- Özer, Mustafa ve Biçerli Kemal (2003). Türkiye’de İşgücünün Panel Veri Analizi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 3(1): 55-81.
- Özgen, Ferhat Başkan (1998). Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisat Dergisi*. 26(28): 43-49
- Pedroni, Peter (1999). “Critical Values For Cointegration Tests In Heterogeneous Panels With Multiple Regressors”. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. 61(S1): 653-670.
- Pedroni, Peter (2004). “Panel Cointegration: Asymptotic And Finite Sample Properties Of Pooled Time Series Tests With An Application To The PPP Hypothesis”. *Econometric Theory*. 20(03): 597- 625.
- Phillips, Peter ve Sam Ouliaris (1990): “Asymptotic Properties of Residual-Based Tests for Cointegration”. *Econometrica*. 8: 165-193.
- Polat Erdoğan, Selda (2012). *Ekonomik Küreselleşmenin Gelişmekte Olan Ülkelerde İstihdam Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği*. Ordu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Paslı, Gökşen (2011). *Dünyada Yabancı Sermaye Hareketlerinin Analizi, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Örneği*. Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Pazarlıoğlu, Vedat ve Özlem Gürler (2007). “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı. ”*Finans Politik&Ekonomik Yorumlar*. 44(508): 35-43.
- Ralhan, Mukesh (2006). Determinants of Capital Flows: A Cross-Country Analysis. *Econometrics Working Paper*, 06(01): 1-15.
- Salisu, Mohammed, (2005). “Capital Flows and Current Account Sustainability in African Economies”, United Nations Economic Commission for Africa Workshop. Ghana. 1- 21.
- Sarılı, Selin (2010). *Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi*. Marmara Üniversitesi, Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

- Seyidoğlu, Halil (2013). *Uluslararası İktisat Teori Politika Ve Uygulama*. İstanbul: Güzem Yayınları.
- Seyidoğlu, Halil (2001) *Uluslararası İktisat Teori Politika Ve Uygulama*. İstanbul: Güzem Yayınları.
- Seyidoğlu, Halil (1999). *Uluslararası İktisat Teori Politika Ve Uygulama*. İstanbul: Güzem Yayınları.
- Shadler, Susan. (1994). Surges in capital inflows: Boon or curse? *Finance and development*. 20-23.
- Sıampan, Etze (2012). *Kısa Süreli Sermaye Hareketlerinin Gelişen Ekonomiler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği*. Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Sümer, Ladin (2009). *Sermaye Hareketleri Liberalizasyonunun Çıktı Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği*. Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Şahin, Dilek (2015). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı. *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*.19: 159-172.
- Şengönül Ahmet, Altıok Metin ve Rana Gürbüz (2007). Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 252: 26-48.
- Şimşek, Ali Rıza (2007). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri*. Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Takım, Abdullah (2008). *Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri Türkiye Üzerine Bir Uygulama: 1992–2006*. Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.
- Tatoğlu, Ferda Yerdelen (2012). *Panel Veri Ekonometrisi*. İstanbul: Beta yayınevi.
- Tarı, Recep ve Bıdırdı, Hanife (2009). Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Temel Belirleyicileri: 1990-2006 Dönemine İlişkin

Ekonometrik Analiz. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 24: 253-268.

TCMB (1999). 1999 Yıllık Raporu.

TCMB (2014). Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. Erişim Tarihi: 10.03.2019.
<https://evds2.tcmb.gov.tr/>

Tezcanlı, Meral Varış (1994). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*. İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları.

Togan Sübidey, Berument Hakan (2011). Cari işlemler Dengesi, Sermaye Hareketleri ve Krediler. *Bankacılar Dergisi*. 78: 3.

Tokgöz, Erdinç (2004). *Türkiye'nin İktisadi Gelişme Tarihi (1914-2004)*. Ankara: İmaj Yayınevi.

Türkmenoğlu, Mustafa (2012). *Sermaye Hareketleri ve İktisadi Büyüme*. Yüzüncü yıl Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Uçar, Nuri (2013). *Doğrusal Olmayan Panel Veri Modellerinde Eşbütünleşme Testleri*. Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Uğur, Ahmet (2009). *Hisse Senedi Getirilerinin Panel Veri Analizi İle Tahmini: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Bir İnceleme*". İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Uwubanmwun, Ahmet ve Ajao, Gabriel (2012). The Determinants and Impacts of Foreign Direct Investment in Nigeria. *International Journal of Business and Management*. 24(7): 67-77.

Uz, İbrahim (2015). *Cari Açıkların Sürdürülebilirliği: Kırılgan Beşli Örneği*. Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Uzunoğlu, Sadi, Alkin, Kerem ve Gürlesel, Can (1995). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*. İstanbul: İMKB Yayınları.

Üstünel, Anıl (2014). *Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslar Arası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik İstikrarsızlıklar*. Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

- Vergil Hasan ve Karaca Coşkun (2008). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi. *Ege Akademik Bakış Dergisi*. 10: 1204-1216
- Yaffee, Robert, (2003), A Primer for Panel Data Analysis”. Erişim tarihi: 08.05.2019
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.595.1905&rep=rep1&type=pdf>
- Yay, Turan, Yay, Gülsün Gürkan ve Yılmaz, Ensar (2001). *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.
- Yazar, Nihat Çağrı (2001). *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye*. İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Yentürk, Nurhan ve Çimenoğlu, Ahmet (2003). *Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Yüksekdağ, Sabri (2008). *Yabancı Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*. Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Tezcanlı, Meral, Bayraktar Kumbasar, Erdoğan Oral, Görgünay Handan, Tan, Ebru ve Uytun, Efser (1994) "Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye", İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları. No: 3.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Ahmet Turan ÖZHUY

Uyruğu : T.C

Doğum Tarihi ve Yeri: 13.04.1990/Sivas

e-posta : yuhzoo@hotmail.com

EĞİTİM

Derece	Kurum	Mezuniyet Yılı
Lisans	Sivas Cumhuriyet Üniversitesi	2016
Yüksek Lisans	Sivas Cumhuriyet Üniversitesi	Devam Ediyor

YABANCI DİL BİLGİSİ

Yabancı Dilin Adı KPDS (....) ÜDS (....) TOEFL (....) EILTS (....)