

FİNANSAL GLOBALLEŞME, KRİZLER VE EKONOMİK BÜYÜME: YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ ÖRNEĞİNDE BİR İNCELEME

**Finansal Globalization, Crisis And Economic Growth: A Study In
The Example Of Emerging Market Countries**

Doç. Dr. Erşan SEVER

Harran Üniversitesi, İİBF, severersan@hotmail.com

Prof. Dr. Zekai ÖZDEMİR

İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, zozdemir@istanbul.edu.tr.

Yrd. Doç Dr. Zekeriya MIZIRAK

Selçuk Üniversitesi, İİBF, zmizirak@hotmail.com

ÖZET

Bu çalışmada 1985-2008 yılları arasındaki veriler kullanılarak Brezilya, Güney Kore ve Türkiye örneğinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve krizlerin ekonomik büyüme sürecine etkileri eş-bütünleşme ve nedensellik testleri yardımıyla analiz edilmiştir. Eşbütünleşme testi sonuçlarına göre incelenen ülkelerde ekonomik krizler büyümeyi olumsuz etkilerken, portföy yatırımları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları ekonomik büyümeyi olumlu etkilemektedir. Brezilya ve Türkiye için portföy yatırımları, Güney Kore için ise doğrudan yatırımlar büyümeye daha çok katkı sağlamaktadır. Granger nedensellik testine göre, Brezilya'da doğrudan yabancı sermaye, portföy yatırımları ve krizlerden büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Kore'de portföy yatırımları ile ekonomik krizler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Ayrıca portföy yatırımları ve kriz değişkeninden ekonomik büyümeye doğru, kriz değişkeninden de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına doğru tek yönlü nedensellik görülmektedir. Türkiye'de ise portföy yatırımları ve krizler ekonomik büyümeyi tek yönlü etkilerken, doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik büyüme arasında iki yönlü etkileşim bulunmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal globalleşme, krizler, ekonomik büyüme, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları

ABSTRACT

In this study, using the datum in 1985–2008, foreign direct capital investments, portfolio investments and the effects of the crises to the economic growth process in the sample of Brazil, South Korea and Turkey are analyzed by means of co-integration and causality tests. According to the results of co-integration test, while portfolio investments and foreign direct capital investments influence the economic growth positively, economic crises in the examined countries influence the growth negatively. While Portfolio investments contribute to the growth in Turkey and Brazil, direct investments contribute to the growth in South Korea. According to Granger causality test, there is one way causation relation

from foreign direct capital, portfolio investments and crises to the growth in Brazil. In Korea there are bidirectional causation relations between portfolio investments and economic crises. Moreover, there is unilateral causation from portfolio investments and variable crisis to economic growth, from variable crisis to foreign direct capital investments. While portfolio investments and crisis influence economic growth in unilateral, there is bidirectional interactions between foreign direct investments and economic growth.

Keywords: *Financial globalization, crisis, economic growth, foreign direct investments, portfolio investments*

1. GİRİŞ

Ülkelerin istikrarlı ekonomik büyüme performanslarını yakalayabilmeleri için beşeri ve fiziki sermaye birikimlerini artırmaları gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde yatırımların finansmanında kullanılacak kaynakların yetersizliği sorunu liberalleşme uygulamaları ile aşılmaya çalışılmıştır. Bu şekilde globalleşen finansal piyasaların üretim sürecinde etkinliği artırarak yatırım ve büyümeyi pozitif katkı yapacağı öngörülmüştür. Schumpeter finansal kesimin aracılık hizmetleri vasıtasıyla büyüme sürecine katkı yaptığını vurgularken, McKinnon ve Shaw ise finansal piyasalardaki derinleşmenin ekonomik büyümeye katkı sağladığını ifade etmişlerdir. Bu bağlamda finansal gelişme yatırımların etkinleşmesine, işlem ve bilgi maliyetlerinin azalmasına, şirket yönetimlerinin gelişmesine ve uzmanlaşmanın artmasına katkı yaparak büyümeyi doğrudan veya dolaylı biçimde teşvik etmektedir. Özellikle 1980'li yıllarda itibaren ekonomi politikalarına yön verenler arasında finansal piyasalardaki liberalleşmesinin faydaları konusunda fikir birliğinin oluşması, sermayenin serbest dolaşmasına izin verilmesi doğrultusunda uygulamaların benimsenmesini sağlamıştır. Ancak bu uygulamalara dâhil olup ekonomik kalkınmalarını daha hızlı gerçekleştirmek isteyen gelişmekte olan ülkelerin bu sürece entegrasyonun da çeşitli sorunlar yaşaması, finansal entegrasyonların ekonomik büyümeye katkısı konusundaki düşüncenin sorgulanmasına neden olmuştur. Son 20 yıllık süreç içerisinde yükselen piyasa ekonomileri bazında 1994 yılında Meksika'da, 1997 yılında Asya'da, 1999 tarihinde Rusya'da, 2001 yılında Arjantin ve Türkiye'de meydana gelen ekonomik krizler ile birlikte gelişmiş ülkelerin de dâhil olduğu son finansal krizin ardından meydana gelen ekonomik daralmaların bu durumu özetleyici nitelikte olduğu söylenmektedir.

Bazı ekonomistlere göre ticaret engellemeleri, kurumsal zayıflıklar ve asimetric bilgi gibi koşulların varlığında finansal entegrasyonlar büyüme ve kalkınma sürecini olumsuz etkilemekte, finansal şokların ülkeler arasında yaygınlaşmasını kolaylaştırmaktadır. Öte yandan finansal entegrasyona giden ekonomilerde finansal akımların türlerindeki değişkenlikler de bu akımların büyüme sürecine etkisini değiştirebilmektedir. Özellikle doğrudan sermaye girişleri biçiminde olan sermaye akımları büyümeyi olumlu etkilerken, borçlanma türünden olan sermaye girişleri ise büyümeyi olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu bağlamda finansal globalleşmenin ülke ekonomilerine etkileri konusunda ekonomistler arasında fikir birliği bulunduğunu söylenemez. Bu çalışmada gelişmekte olan ülkeler örneğinde

finansal globalleşme ve krizlerin ekonomik büyümeye etkisi zaman serilerine bağlı olarak oluşturulan model yardımıyla incelenecektir

2. FİNANSAL GLOBALLEŞME, KRİZLER VE EKONOMİK BÜYÜME

Finansal globalleşmenin ekonomik büyüme performansı üzerindeki etkileri konusunda ortak bir görüş bulunmamaktadır. Neo liberal yaklaşıma göre finansal piyasaların entegrasyonu ekonomik büyümeye olumlu katkı yapmaktadır. Ote yandan son yirmi yıllık dönem içerisinde özellikle de 1990'lı yıllardan itibaren meydana gelen krizler sonrasında finansal globalleşmenin ülkelerin ekonomik performanslarını olumsuz etkilediği yönünde yaklaşımlar da bulunmaktadır.

2.1. Finansal Globalleşmenin Büyümeyi Arttıran Etkileri

Finansal globalleşme yeni bir olgu olmamakla birlikte içinde bulunduğumuz dönemdeki kadar derinlik ve büyüklükte daha önceden yaşandığı söylenemez. Yüz yıl öncesinde de sermaye mobilitesinde önemli artışlar meydana gelmiş olmasına rağmen, söz konusu dönemdeki sermaye hareketliliği birkaç ülke ve sektör ile sınırlı kalmıştır. Ayrıca bu dönemdeki gler neticesinde ve uluslararası ticaretin desteğinde sermaye akımları küresel boyut kazanmıştır. Bretton Woods sisteminin yıkılmasının ardından sermaye kontrollerinin azalması ve sermaye mobilitesinin artması sürecine gelişmekte olan ülkelerin de geniş çapta katılım göstermesi 1990 lı yıllara doğru dünya ekonomisinin daha fazla bütünleşmesine neden olmuştur.

Finansal globalleşmenin artmasını sağlayan hkmetler, borç bulmak isteyenler, yatırımcılar ve finansal kuruluşlar gibi aktrlerler bulunmaktadır. Hkmetler demeler dengesinde sermaye hesabı ve ulusal finansal sektördeki kısıtlamaları kaldırarak globalleşmeye izin vermişlerdir. Firmalar ve yurt içi yerleşikler ise yurt dışından borç alarak bu sürece katılım sağlamışlardır (Schmukler, Zoido ve Halac, 2004:1).

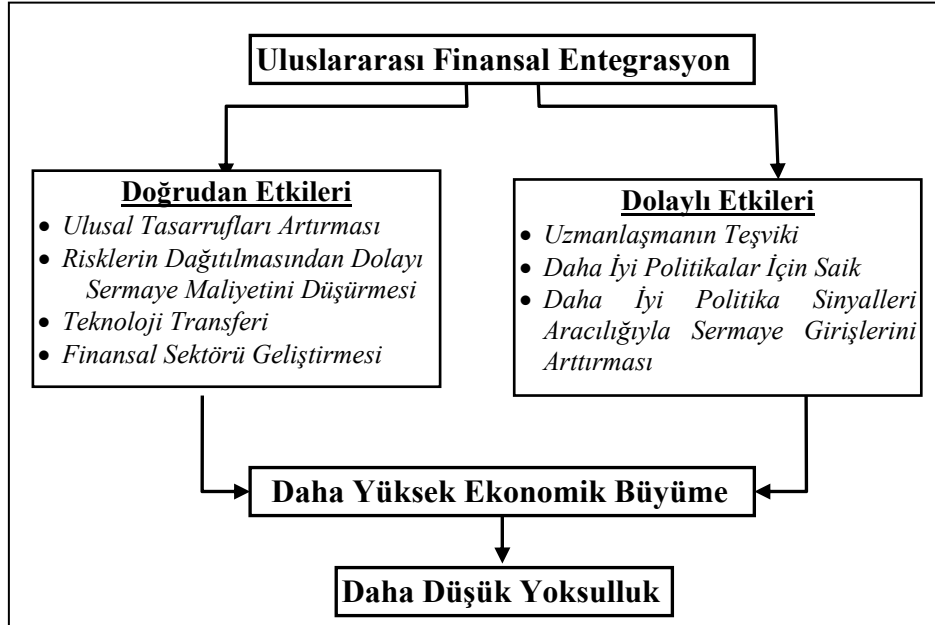
Ülkelerin uluslararası finans piyasaları ile bütünleşmesi olarak tanımlanan finansal entegrasyonlar, liberal ekonomi politikalarını gerekli kılmaktadır. Finansal piyasaların bütünleşmesi bağlamında finansal liberalizasyonların para ve sermaye piyasası liberalizasyonu olmak üzere iki ayağı bulunmaktadır. Sermaye piyasalarında uygulanan liberalizasyon politikaları, sermaye hesabının serbestleştirilmesi, sermaye giriş ve çıkışlarında engellemelerin kaldırılması, tasarruflara ve tasarrufların etkin dağılımına mani olan ve finansal aracılığı zayıf düşüren finansal baskı politikalarının ve yabancı yatırımcılara yönelik sınırlamaların kaldırılması olarak açıklanmaktadır. Para piyasalarının liberalleştirilmesi ise kurumsal düzeyde bankacılık sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaların kaldırılması, bankalararası rekabetin geliştirilmesi, faiz oranları ve hizmetlerin fiyatlandırılmasının serbestleştirilmesi, finansal piyasalar arasında bilgi akışına dayalı Őeffaflık koşullarının sağlanması yanında rekabet koşullarını olumsuz etkileyecek girişimleri engelleyen deregülasyon uygulamaları Şeklinde ifade edilmektedir (Onur, 2005:129).

Tam rekabet piyasası koşullarını destekleyen yaklaşımlar finansal liberalizasyonların hem borç alan hemde borç verenler için faydalı olacağını

savunmaktadırlar. Öncülüğünü Mc Kinnon (1973) ve Shaw (1973)'ın yaptığı birçok çalışmada finansal kısıtlamaların kaldırılmasının ekonomik büyüme üzerine pozitif katkı yapacağı vurgusu yapılmıştır. Rekabet piyasası koşullarında yüksek faiz oranları kaynakların daha etki alanlarda kullanılmasını sağlayacaktır. Bunun yanında zorunlu karşılıkların düşmesi fon kaynak maliyetlerini azaltarak aracılık hizmetlerinde etkinliğı artıracaktır. Ayrıca finansal liberalizasyonların ulusal firmaların yabancı fonları daha kolay ve uygun koşullarda bulmasına izin vermesi, gelişmesi ve etkin olması bağlamında ulusal finansal sektörün üzerinde baskı oluşturacaktır (Galindo, Micco ve Ordoñez, 2002: 4)

Teorik olarak finansal piyasaların entegrasyonu ekonomilerde doğrudan ve dolaylı biçimde büyüme performansını değiştirebilmektedir. Büyümeye doğrudan katkıları, Yurt içi tasarrufları artırması, riskleri yayarak sermayenin maliyetini düşürmesi, teknoloji transfer etmesi ve finansal sektörü geliştirmesi şeklinde olurken, dolaylı katkıları ise uzmanlaşmayı teşvik etmesi, daha iyi politikaların uygulanmasını sağlaması ve sinyaller biçiminde olmaktadır.

şekil 1. Uluslararası Finansal Entegrasyonun Ekonomik Büyümeyi Etkileme Kanalları



Kaynak: Prasad vd, 2004: 36

Yurt İçi Tasarrufları Artırması: Sermaye akımlarının kuzeyden güneye doğru hareketlerinin prensipte iki türlü faydası bulunmaktadır. Sermayenin zengin ülkelerden ziyade fakir ülkelere doğru hareket etmesi, sermaye sahiplerinin daha fazla getiri elde etmelerini sağlarken, aynı zamanda bu akımlar sermaye bakımından zayıf ülkelerdeki yatırımların artmasına yol

açmaktadır. Bu durum aynı zamanda geliřmekte olan ülkelerdeki riskleri tehlikesiz orana dūřurmektedir (Prasad vd, 2004: 14)

Global Risklerin Daha İyi Dağıtılması Vasıtasıyla Sermayenin Maliyetini Azaltır: Uluslararası varlık piyasası modeli sermaye piyasası liberalizasyonlarının risklerin dağılımını geliştirdiğini tahmin etmektedir. Birincisi, yurt içi ve yurt dışı yatırımcılar arasında risklerin dağılımı imkânının doğması risklerin çeşitlenmesine yardım edebilir. Bu şekilde çeşitlenme imkânının doğması firmaları daha fazla yatırım yapmaları yönünde cesaretlendirirken, büyümeyi de artırmaktadır. Üçüncüsü, sermaye akımlarının artması sonucunda yurt içi piyasalar daha likit olmakta bu durumda varlıkların risk primleri dūřtüęünden yatırımlar için sermayenin artan maliyeti azalmaktadır (Prasad vd, 2003: 24).

Teknoloji Transferi ve Yönetimde Uzmanlık Kazandırması: Finansal bütünleşen ekonomilerde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının payında önemli artışlar meydana gelmektedir. Bu durum potansiyel olarak teknolojinin yayılmasına imkân tanımakta ve daha iyi yönetim uygulamaları konusunda yardım sağlamaktadır. Bu türden yayılmalar verimliliği artırmakta ve ekonomik büyümeyi tetiklemektedir(Prasad vd, 2003: 25).

Yurt İçi Finansal Sektörün Gelişmesini Tetiklemektedir: Uluslararası portföy yatırımları yurt içi ulusal piyasaların likiditesini artırmaktadır. Yurt içi bankalarda yabancı sahipliğin artması diğer çeşitli faydaları da sağlayabilmektedir. Birincisi; yabancı bankalar uluslararası finansal piyasalara girişleri kolaylaştırabilmektedir. İkincisi; yurt içi bankacılık endüstrisinin denetim esaslarını ve düzenlenmesini geliştirmektedir. Üçüncüsü; yabancı bankaların girişleriyle rekabetin artması kaynakların daha etkin dağılımını sağlarken, aynı zamanda ulusal finansal hizmetlerin kalitesini de artırmaktadır(Prasad vd, 2004: 14).

Uzmanlaşmayı Teřvik Etmektedir: Sezgisel olarak üretimde uzmanlaşma verimliliği ve büyümeyi desteklemektedir. Bunun yanında risklerin yönetilmesi için herhangi bir mekanizmanın bulunmaması durumunda yüksek oranda uzmanlaşmış yapının altında üretimde çıktılar yüksek oranda dalgalanma gösterecek ve bunun sonucunda tüketimde de dalgalanmalar olacaktır. Uzmanlaşmanın verdiği büyüme ile birlikte meydana gelen dalgalanmaya maruz kalmak istemeyen ülkelerin cesaretleri kırılabilir. Çünkü daha yüksek dalgalanma aynı zamanda genel tasarrufların ve yatırımların daha da dūřmesine neden olabilir. Prensip olarak finansal globalleşme uluslararası risklerin dağıtılmasını artırır ve tüketimdeki dalgalanmayı azaltabilir. Sonuç olarak risklerin dağıtılması dolaylı biçimde uzmanlaşmayı teşvik etmektedir. Gelişmiş bölge ve ülkeler arasında uzmanlaşma ile risklerin daha iyi dağıtıldığını destekleyen bazı kanıtlar bulunmaktadır(Prasad vd, 2004: 15).

Daha İyi Politikaların Oluşumunu Sağlaması: Kuramsal olarak liberal konumdaki sermaye piyasalarının politikacıları disipline edici yönü bulunmaktadır. Uluslararası sermaye hükümetlerin makro ekonomik politikalarındaki rasyonel davranışlarını ödüllendirirken, kötü politikalarını ise anında cezalandırmaktadırlar. Bunun sonucunda kendi kendisini güçlendirerek hükümetlere fiziki sermayeyi olumsuz etkileyecek

davranışlarda bulunmaması konusunda baskı oluşturabilmektedirler (Singh, 2003: 195)

Daha İyi Politika Sinyalleri Aracılığıyla Sermaye Girişlerini Arttırması: Bir ekonominin finansal entegrasyona karşı istekli olması gelecekte yabancı yatırımcılara karşı daha dostça politikalar sergileyeyeğinin gostergesi olabilmektedir. Sermaye çıkışlarında kısıtlamaların kaldırılması bir sinyal olarak algılanır ve sermaye girişlerinde de artış meydana gelebilir. Soz gelimi Kolombiya, Mısır, İtalya, Yenizelanda, Meksika, İşpanya, Uruguay ve İngiltere gibi ülkeler sermaye ıkışları üzerindeki kısıtlamaları kaldırarak nemli oranda sermaye girişini elde etmeyi başarmışlardır(Prasad vd, 2003: 26).

2.2. Finansal Globalleşmenin Büyümeyi Azaltan Etkileri

Finansal entegrasyonların zellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde büyümeyi olumsuz etkilediği gorş son donemlerde destek bulmaya başlamıştır. zellikle gelişmekte olan ekonomilerin yapısal zayıflıklarından dolayı ulusal ve yabancı yatırımcıların olumsuz reaksiyonlarına maruz kalabilmektedirler. Bunun yanında globalleşme ile birlikte sağlam yapıdaki ülkeler de uluslararası finansal marketlerdeki eksiklikler ve dışsal faktorlerin etkisinden dolayı sermaye akımları sonucunda krize girebilmektedirler. te yandan dünya piyasalarına entegre olmuş ekonomiler bulaşma etkisine de maruz kalabilmektedirler. Krizlerin bir ülkeden diğer ülkeye yayılması reel, finansal veya sermaye piyasası eksikliğinden dolayı ortaya çıkmakta ve yayılma süreci sürü psikolojisi veya panikler şeklinde olmaktadır (Schmukler, Zoido ve Halac, 2004:4).

Krizlere Neden Olması: Finansal serbestleşme ile birlikte zellikle kamusal dengesizliklerini finanse etmek için dış piyasalardan borçlanma ihtiyaı hisseden gelişmekte olan ekonomilerin yüksek risk primine sahip olmaları bu ülkelerin borçlanma faizlerinin yüksek düzeyde seyretmesine neden olmaktadır. Atan faiz oranları, büyük bir blm sıcak para niteliğindeki kısa vadeli sermaye hareketlerinde nemli artışlar meydana getirmektedir. Sermaye girişleri bir taraftan kurları değerli hale getirirken diğer taraftan da ihracatı daraltıp ithalatı cazip leştirmektedir. Bu şekilde giderek artan açıklarını kapatmak ve gelen kısa vadeli sermayenin yurt içinde kalmasını sağlamak amacıyla daha çok yükseltilen faiz oranları borç yükünü artırmaktadır. Neticede düşük kur-yüksek faiz kısılacına bağlı olarak spekulatif sermaye hareketliğine bağımlı hale gelen ekonomide beklentilerin olumsuz yonde gelişmesinin ardından başlayan sermaye çıkışlarıyla ekonomik krizlerin meydana gelmesi sonrasında büyüme oranları düşüş sergilemektedir.

Ekonomik Büyümede İstikrarsızlık: Globalleşme retim ve tketim arasında farklılık meydana getirerek makro ekonomik dalgalanmalar oluşturduğu soylenebilir. Bununla birlikte global entegrasyonların çıktı üzerindeki direkt etkileri belirsiz olmakla birlikte dışsal sermayenin sermaye fakir ülkelere girmesiyle üretim bazında çeşitliliğin artmasına yardım etmektedir. Diğer yandan mukayeseli avantajlardan dolayı üretimde uzmanlaşmanın artmasına da destek sağlayabilir. bunun sonucunda

endüstrilerin spesifik hale gelmesi şoklar karşısında ekonomileri daha kırılğan yapabilmektedir (Razin ve Roze, 1994: 4).

Öte yandan finansal entegrasyonlar sonrasında ekonomik büyüme sermaye akımlarına bağlı olarak düzensiz hale gelmektedir. Sermaye girişlerinin yoğun olduğu zamanlarda büyüme hızı yüksek düzeylerde olmuş, sermaye çıkışlarının başlamasıyla ekonomide küçülmeler meydana gelmektedir. Bunun yanında söz konusu büyüme artışları üretim ve yatırım merkezli olmaktan ziyade ithalat eğilimli ve tüketime yönelik nitelikte olmaktadır (Sönmez, 2003:16).

Borçlanmayı Artırması ve Rant Ekonomisine Neden Olması: Finansal serbestleşme sonrasında finansman sorununun çözümü için faiz oranlarını yükselten kamu otoritesinin gelecek dönemde hem ihtiyaç duyduğu borçlanmayı gerçekleştirmek hemde fonların çıkışını önlemek amacıyla daha yüksek faiz oranlarından borçlanmayı tercih etmesi, borçlanmanın maliyetleri artmaktadır.

Yükselen faizlerden dolayı kredi maliyetlerinin artması sonucunda müteşebbisler yatırım kararlarında bulunurken çekingen davranmaya başlarlar. Yüksek faizler yatırımlarını öz kaynakları ile gerçekleştirmeye çalışan girişimciler üzerinde de olumsuz bir etki yapmaktadır. Çünkü yatırım kararlarında üzerinde durulan en önemli konulardan birisi de yatırımlardan beklenen kârın faiz oranlarından büyük veya hiç olmazsa ona eşit olmasıdır. Aksi takdirde elinde yatırımlarda kullanılmak üzere kaynağı bulunan müteşebbis bunu riskli yatırımlarda kullanma yerine riskli olmayan banka mevduatı veya devlet tahvili şeklinde değerlendirme yolunu seçecektir(Yıldırım, Karaman: 1999: 76). Yatırım ortamının cazibesi kaybettiği şartlarda üretim ve istihdam seviyelerinde de arzu edilmeyen sonuçların elde edilmesi kaçınılmaz olmaktadır.

Asimetrik Bilgi Sorunu: Ekonomik teori sermaye piyasalarının etkin ve serbest dolanımın mevcut olduğunu varsaymakta ve asimetrik bilgi gibi çarpıklıkların olduğu varsayımını göz önünde bulundurmamaktadır. Bunun yanında yabancı yatırımcılar için de ahlaki tehlike ve sürü psikolojisi halinin olmadığını kabul etmektedir. Ancak gerçekte birçok araştırmadan elde edilen sonuçlara göre yabancı yatırımcıların gelişmekte olan piyasalarda yapıcı veya yıkıcı yönde anahtar faktör olduğu ifade edilmektedir (Mc Lean ve Shrestha, 2001: 8)

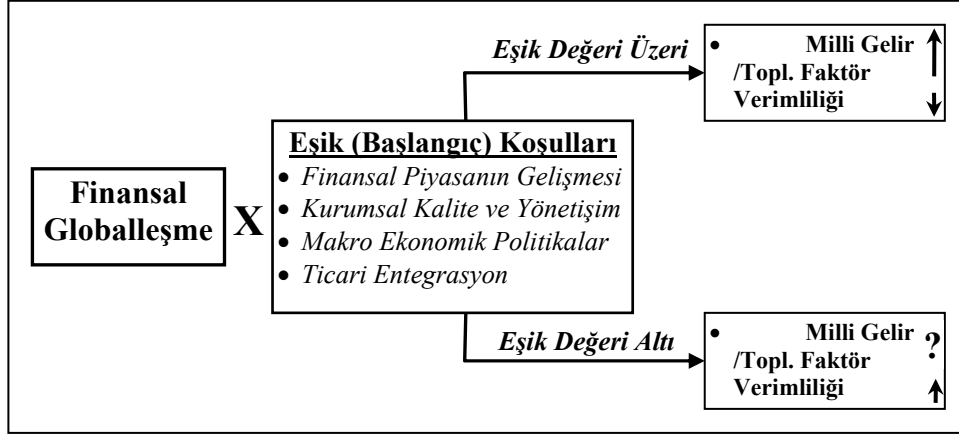
2.3. Finansal Gelişme Ekonomik Büyüme İlişkisinde Eşik (Başlangıç) İlkesi

Finansal entegrasyona giden her ülkenin aynı faydayı elde edememesi sonrasında son yıllarda ekonomistlerin ilgisini çeken konulardan birisi finansal açıklıkta ülkenin içinde bulunduğu başlangıç koşullarının büyüme performansı ve riskleri azaltma konusunda ne derece etkili olduğu hususudur. Finansal sektörü ve ekonomik gelişmişlik durumu ve kurumsal alt yapıları yeterli durumda olmayan ekonomilerin sermaye hesabını açmaları sonrasında sermaye girişlerinin ani durması veya geri çekilmeleri karşısında kırılğanlık göstergelerinin yüksek olduğu görüşmüştür. Bunun yanında ticaret liberalizasyonlarının finansal serbestleşmeden önce gerçekleşmesi halinde globalizasyon sürecinin daha sıkıntısız ve daha istikrarlı görünüm sergilediği tespit edilmiştir. Finansal globalleşme ve

başlangıç koşulları arasındaki ilişkiyi büyüme ve çıktılardaki dalgalanma belirlemektedir.

Őekil 2.

Finansal Globalleşme ve Ekonomik Büyüme İliŐkisinde EŐik İlkesi



Kaynak: Köse vd., 2006: 32

İçinde bulunduğumuz koşullarda mutlak anlamda risklerden kurtulma imkânının varlığından bahsetmek mümkün görünmemektedir. Bunun yanında finansal globalleşme sürecinde fayda-risk hesabı yapmayı geliŐtiren yöntemler oluŐturulmuŐtur. Sermaye hesabı açıklıklarının her ülke için aynı Şekilde iyi sonuçlar doğuracağı Şeklinde kuralı da bulunmamaktadır. Bu bakımdan başlangıç koşulları ilkesi her ülke için finansal libasyona gitmenin doğuracağı sonuçları analiz etmesi bağlamında yol gösterici olabilir (Köse vd., 2006: 32). Bu doğrultuda Edwards (2001)'ın yapmıŐ olduğu incelemeden ulaŐtıĐı sonuçlara göre, yurt içi finansal piyasalarında belirli deneyime ve geliŐmiŐlik düzeyine ulaŐmıŐ ülkelerde sermaye hesabı serbestlikleri ile ekonomik gelişme arasında pozitif, finansal geliŐmiŐlik seviyesi zayıf durumdaki ülkelerde ise finansal serbestliğin negatif etki yaptığı görülmüŐtür (Edwards, 2001: 16)

2.4. Finansal Globalleşme ve Kriz

Globalleşme; uluslararası finansal piyasalardaki aksaklığın varlığında spekülatif kabarcıkların oluşumu sermaye sahiplerinin irrasyonel davranmalarına, spekülatif saldırılara, sürü hareketlerine neden olabilir. Aksak rekabet koşulları sağlam temelleri olan ülkelerin de krize girmelerine engel olamayabilir. Söz gelimi yatırımcılar döviz kurunun sürdürülemez olduğuna kanaat getirdiklerinde paraya karşı spekülatif hareket başlayabilir ve piyasa mantığı ile ilişkisi bulunmayan demeler dengesi krizini tetikleyebilir.

Bunun yanında uluslararası finansal piyasalarda aksaklık olmasa ve ülkelerin yapısal sorunları bulunmasa dahi dıŐsal faktörlerin etkisiyle globalleşme krizlere neden olabilir. EĞer bir ekonomi yabancı sermaye

akımlarına bağımlı ise bu sermayedeki ani karar değişiklikleri finansal sıkıntı ve ekonominin çöküşüne zemin hazırlayabilir. Özellikle 1990'lı yıllarda Asya ve Latin Amerika ekonomilerine giriş yapan sermaye akımlarında dünya faiz oranları belirleyici olmuştur. Diğer global faktörler olarak gelişmiş olan ekonomilerdeki konjonktürel hareketler de önemli finansal merkezlere doğru yatırımların çeşitlenmesine katkı yaptığı söylenebilir.

Globalleşme krizlere bulaşma yani şokların bir ülkeden diğer ülkeye taşınmasıyla da meydana gelebilir. Literatürde bulaşmanın reel ve finansal bağlantılar, sürü davranışları ve açıklanamayan yüksek bağlantılar şeklinde gerçekleşebileceği ifade bulunmaktadır. Reel bağlantılar genelde ticaret ağı vasıtasıylaadır. İki ülke arasında ticaret gerçekleştiğinde veya bu ülkeler aynı dışsal piyasalarda rekabete girdiklerinde bir ülkenin devalüasyona başvurması diğer ülkenin rekabetçi avantajında bozulmalara meydana getirir. Sonuç olarak iki ülkenin dışsal sektörlerini tekrar ayarlayıncaya kadar paralarında devalüasyona gitmeleri muhtemel görünmektedir. Finansal bağlantı ise iki ekonominin uluslararası finansal sisteme entegrasyonu gerçekleşir. Finansal ilişkilerin bir örneği borç oranı yüksek kurumların marjı tamamlama talebiyle karşılaşmasıyla belirginleşmektedir. Bir ülkedeki negatif şokun etkisinden dolayı onların teminatlarının değeri azaldığında borçlu şirketler kendi rezervlerini artırmayı gerekli görürler. Bu nedenle başlangıçtaki şoklardan etkilenmemiş ülkelerdeki değerlerini satarlar. Bu mekanizma diğer ekonomileri de etkilemektedir. Bunun yanında bir ülkeden diğer ülkeye şokların taşınması sürü davranışı veya paniklerle de olabilmektedir. Sürü psikolojisinin asıl nedeni asimetrik bilgidir. Bilgi edinmenin maliyetli olması nedeniyle yatırımcılar yeterli bilgiye sahip olamamaktadırlar. Bu nedenle yatırımcılar gelecekteki fiyat değişimlerinin öngörüsünü diğer piyasaların reaksiyonları esasına bağlı olarak yapmaktadırlar. Örneğin Tayland'daki varlık fiyatları Endonezya ya da Brezilya'daki varlık fiyatlarının gelecekteki seyri konusunda bilgi verebilmektedir. İlave olarak yeterli bilgisi olmayan yatırımcıların sahip olmadığı bilgilere diğer piyasa katılımcılarının yapmış olduğu açıklamalar ile ulaşılması sonrasında gösterilen reaksiyonlar sürü psikolojisi ve paniklere neden olabilir (Schmukler, 204: 8-9).

Tablo 1.
Krizlerin Sıklığı, Finansal ve Ticari Açıklık

	Gelişmiş Ülkeler		Yükselen Piyasalar	
	Mal Ticareti		Mal Ticareti	
	Daha Kapalı	Daha Açık	Daha Kapalı	Daha Açık
Finansal Kapalı	0,07	0,10	0,35	0,15
Finansal Açık	0,05	0,14	0,76	0,57

Kaynak: Rey ve Martin, 2005:2

Finansal ve ticari globalleşmenin istemeyen etkileri tablo:1 de gösterilmiştir. Burada yükselen ve gelişmiş ekonomilerde yıllık ortalama finansal krizler raporlanmıştır. Her ülke ekonomik finansal ve ticari açıklıklarına göre ayrılmıştır. Tablodan da görüleceği üzere yükselen piyasa ekonomilerinde sermaye hareketlerine açık yükselen piyasalarda krizlerin sıklığı gelişmiş ülkelere oranla daha yüksek düzeydedir. Finansal piyasalara açık ve mal ticaretine kapalı kaldıklarında finansal krize maruz kalma sıklığında artış olmaktadır (Rey ve Martin, 2005:1).

3. AMPİRİK ALIşMALAR

Finansal Globalleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini analiz eden araştırma sonuçlarından bir kısmı pozitif yönlü etkilediği, bir kısmı ise olumsuz etkilediği şeklinde iken, bazılarında ise anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Öte yandan genel olarak sermaye hesabındaki serbestleşme ile birlikte ülkelerin krizlere karşı duyarlılık katsayılarının daha da artış gösterdiği tespit edilmiştir.

Grilli ve Milesi Ferneti (1995) ekonomik büyüme ve sermaye liberalizasyonları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. 1966-89 arasında birbiriyle örtüşmeyen beşer yıllık periyotlarda 61 ülke incelenmiştir. Regresyon analizinin birinde 181, diğ erinde ise 238 gözlem yer almıştır. Çalışmada sermaye liberalizasyonlarının büyümeyi desteklemediği sonucuna ulaşılmıştır (Edison vd, 2004: 24)

Easterly, Islam ve Stiglitz (2000) 1960-97 yılları arası dataları kullanarak 74 ülke örneğinde çıktılardaki dalgalanmanın nedenlerini araştırmışlardır. Onlara göre ulusal finansal piyasaların gelişmesi ekonomik büyümeyi artırmakta ve dalgalanmayı düşürmektedir. Ekonomik açıklığın direkt etkilerinden dolayı yüksek büyüme oranları ekonominin gerilemesini engellemektedir. Bunun yanında sermaye akımlarının istikrar kazandırıcı yada istikrar bozucu rolüne dair kanıtlar bulunamamıştır. Öte yandan açıklıkların kişi başına gelir seviyesindeki büyümede dalgalanmalar meydana getirdiği yönünde bulgular elde edilmiştir. Özetle finansal kuruluşların ekonomik dalgalanma ve bozulmalardaki etkisinin merkezi konumda olduğu söylenmektedir. Finansal kuruluşların derinliğindeki artışlar dalgalanmayı azaltırken, özel sektöre verilen kredilerin gerektiğ inden

fazla olması dalgalanmayı artırabilmektedir (Easterly, Islam ve Stiglitz 2000: 205-208).

Bekaert, Harvey, ve Ludblad (2005) sermaye piyasası liberalizasyonlarının tüketim ve çıktı üzerindeki etkileri 1980–2000 yılı bazında araştırmışlardır. Hisse senedi piyasası liberalizasyonları hem çıktı hemde tüketimdeki dalgalanmayı azaltmaktadır. Liberalizasyon büyüme oranını yıllık ortalama %1 oranında artırmaktadır. Sermaye hesabı açıklıkları da çıktı ve tüketimdeki dalgalanmaları azaltmaktadır. Fakat sermaye piyasasına göre daha düşük orandadır. Ülkelerde finansal kurumların kalitelerinin yükselmesi karşısında büyüme oranı en yüksek tepkiyi verdiği gözlenmiştir.

Rincón (2007) finansal globalleşmenin büyüme ve makroekonomik dalgalanma üzerindeki etkilerini 1984-2003 yılları arası verilere bağlı olarak 43 ülke örneğinde araştırmıştır. Çalışmada özellikle Latin Amerika'da Rezerv Fonu üyesi ekonomiler üzerine yoğunlaşılmıştır. Araştırma sonuçları ülkelerin gelir seviyeleri kontrol edildiğinde finansal globalleşme büyümeyi teşvik etmekte ve dalgalanmalar da oluşmamaktadır.

Neto ve Veiga (2008) 96 ülke için 1970-04 döneminde panel data yöntemi kullanılarak yapılan analizde, toplam yurt dışı yükümlülüklerdeki doğrudan yabancı yatırımların oranları büyümeyi pozitif etkilemekte ve doğrudan yakınsama olmaktadır. Hatta gelişmekte olan ekonomilerde milli gelir seviyesinin düşük olmasından dolayı söz konusu ülkelerde bu durum belirgin olarak görölmektedir. Bu sonuçlar doğrudan yabancı yatırımların yenilikler ve teknoloji dağılımı ile büyüme etkilediği neoklasik modelin kredi kısıtlaması yaklaşımına da uyumludur (Neto ve Veiga: 2008: 1).

Joyce (2009) yükselen piyasa ekonomileri üzerinde finansal globalleşmenin sistemik banka krizlerinin oluşumu üzerine etkisini araştırmıştır. 20 yükselen piyasa ekonomisi örneğinde 1976-02 yılları arasındaki verilere dayanarak fiili (de facto) ve yasal (de jure) finansal açıklık ölçülerini kullanarak araştırma yapmıştır. Yabancı borç yükümlülüğündeki artışlar krizlerin varlığını tetiklemektedir. Fakat doğrudan yabancı sermaye yatırımı ve portföy hissesi yükümlülükleri bu etkiyi hafifletmektedir. Yasal anlamda daha liberal sermaye rejimleri bankacılık krizlerinin oluşum sıklığını düşürürken, sabit döviz kuru rejimleri ise artırmaktadır. Bu bağlamda ekonometrik analiz sonuçları Avrupa ve Merkez Asya piyasalarında yaşanan deneyimler ile uyumlu çıkmıştır. Çünkü son dönemlerdeki borçlanma biçiminde sermaye akımlarının büyük oranlara ulaşması da global finansal krizin ortaya çıkışını desteklemektedir. Krizlerin maliyetleriyle finansal globalleşme arasında doğrudan ilişki görünmemekle birlikte, para krizleri daha yüksek maliyetler ile ilişkilendirilebilir (Joyce, 2009:1)

Bunun yanında finansal serbestleşmenin büyüme sürecine önemli katkı yapmadığını savunan ekonomistlerden birisi Rodrik (1998) tir. 1975-1989 yılları arasında, 100 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeden almış olduğu dataolar doğrultusunda sermaye hesabı değişimi ve uzun dönem ekonomik performans arasındaki ilişkinin analizini yapmıştır. Araştırmada sermaye hesabı liberalizasyonu ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişkiye ulaşamamıştır. Bunun yanında sermaye hesabı liberalizasyonu ile ülkedeki

kuruluşların güçlenmesi arasında herhangi bir ilişkiye de rastlanmamıştır (Edison vd, 2002: 24).

Stiglitz (2000) ise sermaye girişlerine karşı engellemeler getiren Hindistan ve in'in göstermiş olduğu yüksek büyüme oranlarını örnek göstererek finansal globalleşme uygulamalarını savunan yaklaşımların teorik ve ampirik bağlamda yeterli olmadığını savunmaktadır. Buna ilave olarak hkmetleri disipline edeceği yaklaşımını da benimsememektedir. Hatta finansal globalleşmenin siyasi iradenin ekonomi politikası araçlarını kullanma gücünü azalttığı ifade edilmektedir. Öte yandan finansal liberalizasyon firmalara uzun vadeli fon kullanma imknı da sunmamaktadır. Çünkü borç veren kuruluşlar özellikle gelişen piyasalarda daha çok kısa vadeli kredi seçeneğini tercih etmektedirler.

Öte yandan, Bailliu (2000) panel data yöntemi ile 40 gelişmekte olan ülkede 1975-95 yılları arasındaki elde edilen verilerden elde edilen sonuçlar doğrultusunda sermaye girişlerinin bir ülkede büyümeyi destekleyici konumda olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ancak bu durum bankacılık sektörünün gelişme düzeyi ile yakından ilişkilidir. Bankacılık sektöründe belirli bir gelişme sürecine ulaşmış ekonomiler için sermaye girişleri büyümeyi olumlu biçimde etkilerken, genel olarak zayıf bankacılık sektörünün bulunduğu ekonomilerde kamusal dengesizliklerin de eş anlı olarak bulunmasıyla sermaye girişleri üretime dönük yatırımlardan ziyade spekulatif karakterli nitelik taşımaktadır. Bu bakımdan gelişmekte olan ülkelerde yabancı sermayenin büyümeyi desteklemesinde ulusal finansal sektörün yapısının önemli etkiye sahip olduğu söylenebilir (Bailliu, 2000: 18).

Prasad ve diğerleri (2004) finansal globalleşmenin gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme ve dalgalanma üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. finansal entegrasyon ile ekonomik büyüme arasında sağlam bir ilişkinin varlını söylemenin zor olduğu yönünde sonuçlara ulaşılmıştır. Bunun yanında gelişmekte olan ülkelerde finansal entegrasyonların tketimeki büyüme üzerinde dalgalanmaları istikrara ulaştırdığı yönünde yeterli sonuçlara da ulaşıldığı söylenemez. Fakat finansal globalleşmenin faydalı olduğunu bazı sonuçlara göre söylemek mümkün olduğu gözlenmiştir. Kurumsallaşmış yapının ve iyi bir yönetişimin bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerde globalleşmenin yararlı olduğu konusunda kesin sonuçlar bulunmaktadır. Sonuç olarak nispi olarak esnek döviz kuru rejimine sahip ve başarılı mali disiplini bulunan ülkelerin finansal globalizasyondan istikrar kazanmaları dolayısıyla ve büyüme potansiyellerinden dolayı kazançlı çıkmaları kuvvetli ihtimal olarak görülebilir.

Martin ve Rey (2002) ile Rey ve Martin (2005)'in çalışmaları ticaret ve finansal globalizasyonun varlık fiyatları, yatırımlar ve finansal krizlere etkilerini ekonominin talep yanını esas alan kriz teorisi geliştirerek oluşturulmuştur. İki ekonomi modelinde finansal ve ticari dışa açıklıkların varlık fiyatları, yatırımlar ve gelir üzerindeki etkileri yükselen piyasa ekonomisi ve gelişmiş ülkelerde farklı sonuçlanmıştır. Ticari globalleşme yükselen piyasa ekonomilerinde pozitif etki yaparken finansal globalleşme özellikle ticaret maliyetlerinin yüksek olduğu durumlarda aynı etkiyi yapmamaktadır. Çünkü ticaret maliyetleri ve finansal işlem maliyetleri yüksek seviyeye ulaştığı için ktmsel beklentilerin oluşması nedeniyle

yükselen piyasalarda varlıkların ve malların talepleri azalma görülebilir. Varlık fiyatlarında bu türden sıkıntılara cari işlemlerin kötüleşmesi de eklendiğinde hem yatırımlar ve gelir azalmakta hemde piyasa aksaklığı oluşmaktadır. Bu bağlamda yükselen piyasa ekonomilerinin talep yönlü finansal krizlere daha çok eğilimli oldukları söylenebilir. Çünkü bu ekonomilerin gelir seviyesi daha düşük ve ahlaki tehlike veya kredi sınırlamaları gibi piyasa başarılıklarının yanında kötü para veya döviz kuru politikalarının var olması sebebiyle finansal krizlere daha eğilimlidirler. Sonuç olarak yükselen piyasa ekonomileri finansal piyasadaki kriz risklerini düşürebilmek için varlık fiyatları ticaretini liberalize etmeden önce malların ticareti serbestleştirilmesi daha isabetli olabilir

Wang (2006), finansal globalleşmenin iki ayağından söz etmektedir. Bunlar; sermaye hesabı liberalizasyonları ve finansal hizmetler liberalizasyonudur. Bunlardan özellikle zamanı gelmeden yapılan sermaye hareketlerindeki serbestleşmenin 1997- 1998 Asya krizinin de dahil olduğu çeşitli finansal krizlerin asıl nedenleri arasında görmektedir. Yazara göre finansal hizmetlerin liberalizasyonu ise sermayenin toplu halde hareket etmesine de sebep olmadığından krizlere de katkı yapmayacak ve büyümeyi teşvik edecektir. Öte yandan mukayeseli avantajların kazanılmasında politik ve ekonomik istikrar, etkili yasal altyapı ve yüksek oranlı profesyonel uzman gücün önemli olduğunu vurgulamıştır. Bu bağlamda ülkelerin mukayeseli avantajlar kazanıncaya kadar koruma uygulamasının yanlış olmayacağını savunmaktadır. Söz gelimi Singapur kalkınma sürecinde başlangıçta koruma yöntemini seçmiş fakat daha sonra finansal globalleşmenin kaçınılmaz olduğunu gördüğü zaman da yabancı finansal kuruluşların ülkeye girişlerine izin vermiştir (Wang, 2006: 25).

4. MODEL, DATA VE DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI

Globalleşme sürecinde ekonomik krizlerin büyüme performansına etkisini inceleyen eşitlik aşağıdaki gibi tanımlanmıştır. İhracat ve ithalat talep fonksiyonlarının eşitlikleri aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır.

$$G_t = \beta_0 + \beta_1 D_t + \beta_2 P_t + \beta_3 K_t + \varepsilon_t$$

G= Ülkelere ait GSYİH değerleridir. ABD doları türünden sabit fiyatlarla hesaplanan gayri safi yurt içi hâsıla düzeyidir.

D= Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Analizde doğrudan yabancı sermaye yatırımları ((net doğrudan yabancı sermaye girişi+ net doğrudan yabancı sermaye çıkışı)/GSYİH)*100 değeri kullanılmıştır.

P= Portföy yatırımlarıdır. Analizde portföy yatırımları ((net portföy yatırımı girişi+ net yatırımı çıkışı)/GSYİH)*100 değeri kullanılmıştır.

K= Krizi temsil eden kukla değişkenidir. Çalışmada ele alınan ülkeler için kriz yıllarında “1” diğer yıllar için ise “0” değeri tercih edilmiştir. Brezilya’da 1994, 1997, 1999, 2001 ve 2008, Kore’de 1997 ve 2008 yılları kriz dönemi kabul edilmiştir. Türkiye için ise 1994, 1997, 1999, 2001 ve 2008 yılları kriz dönemi olarak değerlendirilmiştir.

Değişkenlere ilişkin veriler 1985–2008 dönemini içermektedir. Değişkenlerin oluşturulmasında WDI, OECD, Devlet Planlama Teşkilatı, Banco Central do Brasil ve Bank of Korea Economic Statistics System web

sitelerinden yararlanılmıştır. Çalışmada tüm ülkelere ait GSYİH değişkenlerinin doğal logaritması alınmıştır.

Zaman serisi analizinde eş bütünleşme testleri bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi tespit eden en önemli araçlardan birisidir. Bunun yanında eş bütünleşme testini yapabilmek için değişkenlerin birim köke sahip olup olmadıklarının araştırılması gerekmektedir. Birim kök testi zaman serilerinin durağan olup olmadığını belirlemek için kullanılır. Zaman serilerinde birim kök durağan olmayan anlamına gelmektedir. Diğer bir anlatımla eğer bir zaman serisinde birim kök varsa o zaman serisi durağan değildir. Durağanlık (bütünleşme) incelemesi genel olarak Dickey-Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP) ve Kwiatkowski, Phillips, Scmidth ve Shin (KPSS) testleriyle yapılmaktadır. Bu çalışmada literatürde en fazla tercih edilen genişletilmiş Dickey-Fuller(ADF) yöntemiyle değişkenlerin durağan olup olmadıkları araştırılmıştır. Eğer seriler aynı dereceden durağan ise bu serilere eş bütünleşmiş seriler denilmektedir. ADF testi sonuçları tablo da sunulmuştur. Tablodan da görüleceği üzere (%5 önem düzeyinde) değişkenlerin düzey değerlerinde Ho hipotezi reddedilememiştir. Birinci farkları alınan değişkenlerin ise durağanlaştığı görülmektedir. Bu sonuçlar eş bütünleşme testini yapabileceğimizi göstermektedir.

Tablo 2. Birim Kök Test Sonuçları

	<i>D</i>	<i>K</i>	<i>D</i>	<i>De</i>	<i>K</i>	<i>D</i>	<i>Sonuç</i>	
	<i>ğışkenler</i>	<i>atsayılar</i>	<i>enklem Tipi</i>	<i>ğışkenler</i>	<i>atsayılar</i>	<i>enklem Tipi</i>		
BREZİLYA	<i>G</i>	<i>L</i>	$1,053=\tau_{t+c}$	-	DF(1)	<i>A</i>	<i>D</i>	<i>I</i>
		<i>P</i>	$3,594=\tau_{t+c}$	-	F	<i>D</i>	<i>D</i>	<i>I</i>
		<i>D</i>	$2,822=\tau_{t+c}$	-	DF(2)	<i>A</i>	<i>D</i>	<i>I</i>
KORE	<i>G</i>	<i>L</i>	$2,220=\tau_{t+c}$	-	F	<i>D</i>	<i>D</i>	<i>I</i>
		<i>P</i>	$2,817=\tau_c$	-	DF(4)	<i>A</i>	<i>D</i>	<i>I</i>
		<i>D</i>	$2,332=\tau_{t+c}$	-	F	<i>D</i>	<i>D</i>	<i>I</i>
TÜRKİYE	<i>G</i>	<i>L</i>	$2,712=\tau_{t+c}$	-	F	<i>D</i>	<i>D</i>	<i>I</i>
		<i>P</i>	$3,267=\tau_c$	-	DF(3)	<i>A</i>	<i>D</i>	<i>I</i>
		<i>D</i>	$2,332=\tau_{t+c}$	-	F	<i>D</i>	<i>D</i>	<i>I</i>

*MacKinnon(1996) tek taraflı kritik değerleri; $\tau_{0,05}=-1,960$ $\tau_{c,0,05}=-2,998$ $\tau_{ct,0,05}=-3,612$

**Parantez içindeki değerler geçirme düzeyini göstermektedir.

Aynı dereceden bütünleşik olduğu sonucuna ulaşılan değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin incelenmesine yönelik olarak Johansen Eş-bütünleşme testinin yapılabilmesi için uygun gecikme uzunluğunun tespit

edilmesi gerekmektedir. Bu amaçla oluşturulan VAR modelinde Akaike (AIC) ve Hannan-Quinn (HQ) bilgi kriterlerine göre bir gecikmeli model benimsenmiştir. Ayrıca bir gecikmeli VEC modeli diagnostik testlerin de de otokorelasyon ve değişen varyans durumlarına rastlanmamıştır. %5 önemlilik düzeyinde “Maximum Eigenvalue ve Trace” testlerine göre ülkelere ait eşbütünleşme testi sonuçları aşağıdaki tabloda sunulmuştur. İlgili tablodan da görüleceği üzere değişkenler arasında en az bir adet ko-entegre vektörün varlığı kabul edilmektedir.

Tablo 3. Johansen Eş-bütünleşme Testi Sonuçları

	İz Testi				Maksimum Öz Değer Testi			
	H_0	H_1	Test İstatistiği	%5Kritik Değer	H_0	H_1	Test İstatistiği	%5Kritik Değer
BRE	$r=0$	$r \geq 1$	65,5178	54,0790	$r=0$	$r=1$	30,9235	28,5880
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	27,6483	35,1927	$r \leq 1$	$r=2$	15,3024	22,2996
	$r \leq 2$	$r \geq 3$	11,1259	20,2618	$r \leq 2$	$r=3$	5,96151	15,8921
	$r \leq 3$	$r \geq 4$	2,2586	9,1645	$r \leq 3$	$r=4$	2,2586	9,1645
KORE	$r=0$	$r \geq 1$	87,2743	68,8180	$r=0$	$r=1$	31,32170	28,5880
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	38,7248	37,4963	$r \leq 1$	$r=2$	15,27936	22,2996
	$r \leq 2$	$r \geq 3$	18,1103	22,2169	$r \leq 2$	$r=3$	13,77338	15,8921
	$r \leq 3$	$r \geq 4$	2,2586	9,1645	$r \leq 3$	$r=4$	2,258636	9,1645
TÜR	$r=0$	$r \geq 1$	94,3557	54,0790	$r=0$	$r=1$	39,0348	28,5880
	$r \leq 1$	$r \geq 2$	55,32090	35,1927	$r \leq 1$	$r=2$	27,7070	22,2996
	$r \leq 2$	$r \geq 3$	27,6138	20,2618	$r \leq 2$	$r=3$	20,7914	15,8921
	$r \leq 3$	$r \geq 4$	6,8223	9,1645	$r \leq 3$	$r=4$	6,8223	9,1645

Ülkelere için tahmini yapılan model eş bütünleşme testi katsayıları aşağıdaki tabloda sunulmuştur. Tablo:4'te gözleneceği üzere finansal piyasaların küreselleşmesi göstergelerinden doğrudan yabancı sermaye akımları ve portföy hareketlerinin büyüme üzerindeki etkileri pozitif yönlü olmaktadır. Bunun yanında ekonomik krizlerin ise ilgili ülkelerin GSYİH değerlerini olumsuz etkilediği görülmektedir. İncelenen ülkeler arasında Brezilya'nın kriz değişkeni katsayısı en yüksek değeri almaktadır. Bu bağlamda Kore ve Türkiye'ye oranla Brezilya'da krizlerin şiddetinin daha yüksek olduğu söylenebilir. Güney Kore'de doğrudan yabancı sermaye akımlarının, Brezilya ve Türkiye'de ise portföy yatırımlarının büyüme katkısı fazla görülmektedir. Türkiye'de uluslararası sermaye akımları içerisinde portföy yatırımlarının payının doğrudan sermaye yatırımlarından yüksek seviyede bulunmasının sonucu olarak büyüme performansını etkileme katsayısının da daha yüksek değer aldığı söyleyebiliriz.

Tablo 4. Normalize Edilmiş Eş Bütünleşme Vektörleri

	<i>G</i>	β	<i>P</i>	<i>D</i>	<i>K</i>
BREZİLYA	1,0000	-27,027	-0,1452	-0,2184	0,13763
	(0,000)	(0,059)	(0,022)	(0,022)	(0,0173)
KORE	1,0000	-27,083	-0,1160	-0,1332	0,04179
	(0,000)	(0,127)	(0,022)	(0,039)	(0,023)
TÜRKİYE	1,0000	-25,092	-0,4865	-0,0104	0,0283
	(0,000)	(0,070)	(0,041)	(0,030)	(0,131)

Standart hatalar parantez içinde verilmiştir,

Uzun dönemli denge ilişkilerinden faydalanılarak oluşturulan kısa dönem dinamiklerini ima eden vektör hata giderme modeli (VECM) için denge hatalarının katsayıları aşağıdaki tabloda sunulmuştur. Brezilya için yorumlanabilir nitelikteki katsayı gelir düzeyine aittir. Gelir düzeyindeki bir birimlik standart sapmanın yaklaşık olarak %10'u ilk dönemde ortadan kalkmaktadır. Aynı şekilde Kore'de gelir değişkeninde kısa vadede bir birimlik standart sapmalık şokun %15'lik kısmı bir dönem sonrasında uzun dönem dengesine doğru yaklaşmaktadır. Türkiye'de ise kriz değişkenindeki bir birimlik sapmanın %8'i ilk dönem (bir yıl) itibariyle dengeye yaklaşmaktadır..

Tablo 5. VECM Hata Düzeltme Katsayıları

Hata giderme:		D(LG)	D(P)	D(D)	D(K)
BREZİLYA	Denge Hatası G	-0,1091	-2,6734	-0,7800	-1,0741
		(0,022)	(2,734)	(1,182)	(0,446)
KORE	Denge Hatası G	-0,1485	1,2498	0,6613	0,1816
		(0,028)	(1,372)	(0,711)	(0,376)
TÜRKİYE	Denge Hatası G	0,0375	2,6423	-1,0822	-0,0858
		(0,089)	(0,649)	(0,718)	(0,054)

Standart hatalar parantez içinde verilmiştir,

Aşağıda Tablo 6 Brezilya'ya ait Granger nedensellik testi sonuçlarını göstermektedir. portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar ve krizlerden büyümeye doğru nedensellik ilişkisi bulunmaktadır.

Tablo 6. Brezilya İçin Nedensellik Testi Sonuçları

Bağl. Değ. Bağz.Değ.	<i>G</i>	<i>P</i>	<i>D</i>	<i>K</i>	Nedensellik Yönü
G	—	0,3626 (0,547)	0,0019 (0,964)	0,6324 (0,426)	P→G
P	11,4615 (0,007)	—	1,2070 (0,271)	0,4902 (0,483)	K→G
D	4,5600 (0,032)	0,0180 (0,897)	—	1,7814 (0,182)	D→G
K	20,733 (0,000)	0,9615 (0,323)	1,3046 (0,253)	—	

Notlar:—Parantez içindeki değerler Wald testi istatistiğindeki P değerleridir.

Kore üzerine yapılan nedensellik testi sonuçları kriz değişkeni ile portföy yatırımları arasında çift yönlü ilişkinin olduğunu ifade etmektedir. Bunun yanında portföy yatırımları, kriz ve doğrudan yabancı sermaye yatırımından GSYİH seviyesine doğru, kriz değişkeninden de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına doğru tek taraflı nedensellik ilişkisine rastlanmıştır.

Tablo 7. Kore İçin Nedensellik Testi Sonuçları

Bağl. Değ. Bağz. Değ.	G	P	D	K	Nedensellik Yönü
G	—	1,6018 (0,205)	0,7758 (0,3784)	0,4651 (0,4954)	P→G
P	5,3340 (0,0209)	—	0,017661 (0,8943)	10,5724 (0,001)	D→G
D	7,3251 (0,006)	0,0221 (0,881)	—	(0,4632) (0,4962)	K→G
K	2,9968 (0,083)	9,7440 (0,002)	3,8627 (0,049)	—	K↔P K→D

Notlar:

—Parantez içindeki değerler Wald testi istatistiğindeki P değerleridir.

Türkiye’de ise portföy yatırımları ve kriz değişkenleri gayrisafi yurtiçi hasıla değişkenini tek yönlü olarak etkilerken, doğrudan yatırımlar ile gayrisafi yurtiçi hasıla değişkenleri iki yönlü olarak birbirini etkilemektedirler.

Tablo 8. Türkiye İçin Nedensellik Testi Sonuçları

Bağl. Değ. Bağz. Değ.	G	P	D	K	Nedensellik Yönü
G	—	0,15178 (0,696)	6,2389 (0,012)	1,03840 (0,3082)	P→G
P	4,7621 (0,029)	—	0,84424 (0,358)	0,1354 (0,712)	D↔G
D	2,9669 (0,085)	1,9635 (0,161)	—	0,33913 (0,560)	K→G
K	2,3215 (0,127)	0,0255 (0,873)	0,1129 (0,736)	—	

Notlar:

—Parantez içindeki değerler Wald testi istatistiğindeki P değerleridir.

5. SONUÇ

Son eyrek asırda özellikle gelişmekte olan lkelerarasında dünya piyasalarına uyum sağlamak amacıyla liberal ekonomi politikaları tercih edilmektedir. Finansal piyasaların globalleşmesi ekonomilere yurt içi tasarrufları artırmak, riskleri düşürmek, teknoloji transferi ve yönetimde uzmanlık kazanmak, politikacıların daha rasyonel davranmasını sağlamak gibi olumlu katkılar sağlarken, uluslararası finansal marketlerdeki eksiklikler ve dışsal faktörlerin etkisinden dolayı sermaye akımları sonucunda ekonomik krizler meydana gelebilmektedir. Krizlerin bir ülkeden diğer ülkeye yayılması reel, finansal veya sermaye piyasası eksikliğinden dolayı ortaya çıkmakta ve yayılma süreci sürü psikolojisi veya panikler şeklinde gerçekleşmektedir. Bunun yanında ticari serbestleşmeleri finansal liberalizasyondan önce gerçekleştiren ekonomiler ve kurumsal alt yapılarını tamamlayan ülkelerin globalizasyon sürecinde daha sıkıntısız ve daha istikrarlı görünüm sergiledikleri yönünde bulgulara rastlanmıştır.

Brezilya, Güney Kore ve Türkiye örneklerinde finansal globalleşme sürecinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve ekonomik krizlerin gayri safi yurt içi hasıla üzerindeki yapmış olduğu etkiler Johansen eşbütünleşme ve nedensellik testleri yardımıyla incelenmiştir. Çalışmada incelenen üç ülke için eşbütünleşme testi sonuçlarına göre doğrudan yabancı sermaye ve portföy yatırımlarının gelir seviyelerini olumlu etkilerken, ekonomik krizler ise büyüme sürecini olumsuz etkilemektedir. Bunun yanında Granger nedensellik testi sonuçları Brezilya'da portföy yatırımları, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve ekonomik krizlerin büyüme oranlarını etkilediğini göstermektedir. Kore'de portföy yatırımları, kriz ve doğrudan yabancı sermaye yatırımdan büyüme seviyesine doğru, kriz değişkeninden de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına doğru tek taraflı nedensellik ilişkisine rastlanmıştır. Ayrıca portföy yatırımları ile ekonomik kriz değişkeni arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Türkiye'de ise portföy yatırımları ve krizler ekonomik büyümeyi tek yönlü etkilerken, doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik büyüme değişkenleri arasında iki yönlü nedensellik ilişkisinin olduğu grlmştir.

KAYNAKÇA

- Bailliu, J. N. (2000). Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries, *Bank of Canada Working Paper 15*, <http://dsp-psd.pwgsc.gc.ca/Collection/FB3-2-100-15E.pdf>, (Erişim Tarihi: 12.03.2008).
- BCB, Banco Central do Brasil Economic Indicators, <http://www.bcb.gov.br/?english>. (Erişim Tarihi:10.02.2010).
- Bekaert, G.; Campbell, R.; Harvey and Lundblad, C. (2005). Does financial liberalization spur growth?, *Journal of Financial Economics*, v. 77, Issue 1, pp. 3-55
- Easterly, W.; Roumeen, I. and Stiglitz, J.E. (2000). Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility, *Annual World Bank Conference on Development Economics*, ed, by Boris Pleskovi, Nicholas Stern
- Edison, H.J.; Klein, M.; Ricci, L. and Sloek, T. (2002). Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis, *IMF Working Paper*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02120.pdf>, (Erişim Tarihi:12.93.2010)
- Edwards, S. (2001). Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?, *NBER Working Paper No, 8076*, <http://www.nber.org/papers/w8076.pdf>, (Erişim Tarihi: 22.02.2010).
- Galindo, A.; Micco, A and Ordoñez, G. (2002). Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence, *Inter-American Development Bank Working Paper*, http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/financial_liberalization_version23.pdf, (Eriřim Tarihi: 20.02.2010).
- Joyce, J. P. (2009). Financial Globalization and Banking Crises in Emerging Markets <http://www.wellesley.edu/Economics/joyce/FGBC2.pdf>. (Erişim Tarihi: 03.03.2010).
- Kose, M. A.; Eswar, P.; Kenneth, R. and Shang-Jin, W. (2006). Financial Globalization: A Reappraisal, *Working Paper 12484*, <http://www.nber.org/papers/w12484>, (Erişim Tarihi: 01.01.2010).
- Martin, P. and Rey, H. (2002). Financial Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?, *NBER Working Paper No, 9288*, <http://www.nber.org/papers/w9288>, (Erişim Tarihi: 02.01.2010).
- McLean, B. and Sona, S. (2002). International Financial Liberalisation and Economic Growth, *Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper*, <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2002-03.pdf>, (Erişim Tarihi: 04.08.2004).
- Neto, D.G.and Veiga, F.J. (2008). *Financial Globalization, Convergence and Growth*, *NIPE Working Paper*, http://www3.eeg.uminho.pt/economia/nipe/docs/2008/NIPE_WP_7_2008.pdf, (Erişim Tarihi:02.01.2010)
- OECD; *Statistics*, <http://stats.oecd.org/index.aspx>, (Erişim Tarihi: 02.02.2010).

- Onur, S. (2005). Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi* c:1, s:1, ,s, 127-152,
- Prasad, E.; Kenneth, R.; Shang-Jin,W. and Kose, M.A. (2004). Financial Globalization, Growth And Volatility in Developing Countries, *NBER Working Paper 10942*, <http://www.nber.org/papers/w10942>, (Erişim Tarihi: 03.01.2010).
- Prasad, E.; Kenneth, R.; Shang-Jin,W. and Kose, M.A. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, *IMF Working Paper*, <http://imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>, (Erişim Tarihi: 30.12.2009).
- Razin, A. and Andrew, K. (1994). Business-Cycle Volatility and Openness: An Exploratory Cross-Sectional Analysis, *NBER Working Paper No:4208*, <http://www.nber.org/papers/w4208>. (Erişim Tarihi: 03.01.2010).
- Rey, H. and Martin, P. (2005). Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?, *NBER Workig Paper*, <http://www.nber.org/papers/w11550>.
- Rincón, H. (2007). Financial Globalization, Economic Growth, and Macroeconomic Volatility, *Banco De La Republica Colombia Working Paper*.
- Rodrik, D. (1998). Who Needs Capital-Account Convertibility?. <http://www.ksg.harvard.edu/rodrik/essay.PDF>, (Erişim Tarihi: 04.01.2010).
- Schmukler, S.L. (2004). Benefits and Risks of: Challenges for Developing Countries. *World Bank Policy Research Report*, <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/BenefitsandRisksofFinacialGlobalizationSchmukler.pdf>, (Erişim Tarihi: 04.01.2010).
- Schmukler, S.L.; Zoido, P. and Halac, M. (2004). Financial Globalization, Crises, and Contagion, *World Bank Globalization Policy Research Report*, [http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/32459_Schmukler_Zoido_and_Halac_\(Oct2003\).pdf](http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/32459_Schmukler_Zoido_and_Halac_(Oct2003).pdf), (Erişim Tarihi: 03.01.2010).
- Singh, A. (2003). [Capital Account Liberalization, Free Long-Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development](http://www.economicjournal.org), *Eastern Economic Journal*, *Eastern Economic Association*, v. 29(2), pp. 191-216,
- Sönmez, S. (2003). Türkiye’de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü Mü? Kalkınmanın İtici Gücü Mü?, *Ekonomik Yaklaşım*, Sayı: 49, Cilt: 14,
- TCMB, *Elektronik Veri Dağıtım Sistemi*, www.tcmb.gov.tr. (Erişim Tarihi: 02.03.2010).
- Wang, J.. (2006). Financial Liberalization in East Asia: Lessons from Financial Crises and the Chinese Experience of Controlled Liberalization, *Forthcoming Journal of World Trade*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=893749,
- WDI; *Data & Statistics*, <http://web.worldbank.org>. (Erişim Tarihi: 02.03.2010).
- Yıldırım, K. ve Doğan, K. (1999). *Makro Ekonomi*, Eskişehir, Eğt, Sağ, ve Bil, Arş, alış, Vakfi,
- ECOS, *Bank of Korea Economic Statistics System*, http://ecos.bok.or.kr/EIndex_en.jsp, (Erişim Tarihi: 02.03.2010).