

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE SERMAYE HAREKETLERİ

Ali Acaravcı*

Özet: Son yıllarda politik ve teknolojik gelişmeler, sermaye hareketlerinin yönlendirilmesinde ve bileşiminde önemli rol oynamıştır. Bu çalışmada sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenler üzerine etkileri, Granger nedensellik modelleri kullanılarak 1984Q1-2003Q4 dönemi için incelenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre sermaye hareketleri ile seçilmiş makroekonomik değişkenler arasında anlamlı bir nedensellik ilişkisi vardır. Yoğun sermaye girişleri, toplam talep, para arzı büyümesi ve enflasyonda artışa; reel döviz kurunun değer kazanmasına; yüksek reel faizlerin ve cari işlemler açıklarının sürmesine neden olmaktadır.

Anahtar Kelime: Sermaye Hareketleri, Gelişmekte Olan Ülkeler, Panel Veri Analizi, Sabit Etkiler Modeli, Granger Nedensellik Modeli.

Abstract: Political and technological developments have played important role in driving and composition of capital flows in recent years. This study investigates the effects of capital flows on macroeconomic variables by using Granger causality models for the period 1984Q1-2003Q4. The results indicate that there is a significant relationship between capital flows and selected macroeconomic variables. Large capital inflows caused an increase on aggregate demand, money supply growth and inflation; an appreciation on reel exchange rates; to sustain high interest rates and current account deficits.

Keywords: Capital Flows, Developing Countries, Panel Data Analysis, Fixed Effects Model, Granger Causality Model.

* Mustafa Kemal Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Hatay. E-posta: acaravci@mku.edu.tr

1. GİRİŞ

Gelişmekte Olan Ülkelere (GOÜ) yönelik sermaye hareketleri, sanayi devrimini izleyen yıllarda Avrupa ülkelerinin, sömürge ülkelerinin sahip olduğu ucuz hammadde ve işgücü ile pazar olanaklarından yararlanma çabaları sonucunda başlamış; 19. yüzyılın sonlarında bütünleşmiş ve dışa açılmış ulusal ekonomiler oluşmasıyla ülkeler arasında üretim, ticaret ve sermaye hareketleri artmıştır. I. Dünya Savaşı, 1929 Dünya Ekonomik Buhranı ve II. Dünya Savaşı, içe dönük ekonomi politikaların oluşumuna yol açmış ve bu gelişmeler sermaye hareketlerini azaltmıştır. II. Dünya Savaşı'nı izleyen soğuk savaş ortamında sermaye hareketleri, önce dış yardımlar ve bağışlar, sonrasında krediler şeklinde resmi kurumlar tarafından yönlendirilmiştir. Bretton Woods Sistemi (BWS)'nin yıkılışı ve 1973-74 petrol krizi, sonrasında dünya ekonomisinde durgunluk başlamıştır. Petrol ithalatçısı ülkeler, artan petrol fiyatları yüzünden 1974 yılında 5 yıl öncesine oranla 8 kat daha fazla ödeme yapmak zorunda kalmışlardır (Oktar, 1988, s.5). Uluslararası bankalarda biriken petro-dolarlar, Uluslararası Para Fonu (IMF) gözetiminde kaynak sıkıntısı içindeki GOÜ'e kredi şeklinde verilmiştir. Yeniden dolaşım süreci, 1982 dış borç krizlerine kadar devam etmiştir. 34 ülke, 1982 yılı sonunda dış borç servislerini yerine getirememiştir. Borç krizine giren ülkeler, IMF ile stand-by anlaşmaları yaparak, kısa vadeli istikrar paketlerini kabul etmiş; orta ve uzun vadeli yapısal uyum programları uygulamaya koymuşlardır (Sönmez, 1998, 301-303).

Ulusal ekonomilerin dışa açılmaları sonucunda birbirine bağlı ve dış gelişmelere oldukça duyarlı ekonomik yapılar oluşmuştur. Yeni ekonomik yapıda gözlenen genel bir eğilim, 1990'lı yıllarda GOÜ'e yönelik net sermaye hareketleri miktarının artması ve toplam net sermaye hareketleri içindeki net özel sermaye hareketlerinin payının yükselmesidir. 1990'lı yıllarda GOÜ'e yönelik sermaye hareketlerinin miktarında ve bileşiminde değişiklikler görülmektedir. Tablo 1'de GOÜ'e yönelik sermaye hareketleri, net milyar ABD doları cinsinden sermaye hareketleri türlerine göre verilmiştir.

Bu tabloya göre 1984-89 yılları arasında yıllık ortalama olarak düşük hacimde olan sermaye hareketleri, 1990'lı yıllarda yaklaşık 4 kat artmıştır. Bu artış, tamamen net özel sermaye hareketlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. Toplam net sermaye hareketleri içerisindeki net özel sermaye hareketlerinin payı % 32'den % 89'a çıkmıştır. Net resmi sermaye hareketlerinin payı ise % 68'den % 11'e düşmüştür. Toplam net sermaye hareketleri içindeki net özel sermaye hareketlerinin yüksek bir paya sahip

olması, sermaye hareketlerinin niteliğinin ve dolayısıyla etkilerinin değişmesi sonucunu ortaya çıkarmıştır.

TABLO 1: TOPLAM NET SERMAYE HAREKETLERİ

	1984-89	1990-96	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Toplam	39,1	159,0	161,9	108,1	75,1	26,7	46,4	66,0
Özel Sermaye Hareketleri	12,6	141,6	130,2	65,2	49,7	16,1	8,3	28,6
Doğrudan Yatırımlar	13,1	64,6	128,6	129,8	131,8	129,9	147,3	115,5
Portföy Yatırımları	4,4	64,0	36,8	1,8	12,8	-17,9	-51,5	-12,8
Diğer Yatırımlar	-4,9	13,0	-35,3	-66,4	-94,9	-96,0	-87,5	-74,1
Resmi Hareketleri	26,5	17,4	31,7	42,9	25,4	10,7	38,0	37,4

Kaynak: IMF, World Economic and Financial Surveys, Aralık 1998, s.84, Tablo 4.9 ve World Economic Outlook, Eylül 2002 s.59, Tablo 33'un düzenlenmesi ile hazırlanmıştır. Bu tablodaki değerler net milyar ABD \$'dır. 1984-9 ve 1990-6 yılları için veriler, yıllık ortalamalardır.

2. 1990'LI YILLARDA SERMAYE HAREKETLERİNİN NİTELİĞİNDE VE NİCELİĞİNDE MEYDANA GELEN DEĞİŞİMİN NEDENLERİ

1990'lı yıllarda GOÜ'e yönelen sermaye hareketlerinin hacminde ve niteliğinde meydana gelen değişimler, 1970'li yıllarda başlayan ve 1980'li yıllardan itibaren hızlanan gelişmelerle bağlantılı olup, iki ana grup altında incelemek mümkündür:

Birinci grup nedenler dışsaldır, sanayileşmiş ekonomilerdeki gelişmelerden etkilenen dünya ekonomisinin genel eğilimleriyle bağlantılıdır. İkinci grup nedenler ise içseldir, dışsal nedenlerin içselleştirilmesi, yani ulusal ekonomilerin küresel gelişmelere ayak uydurma çabaları ile ilgilidir.

2.1. Dışsal Nedenler

Sanayileşmiş Ülkeler (SÜ)'deki firmalar, iletişim maliyetlerindeki düşüşler, sıkı rekabet, iç piyasalarda artan maliyetler nedeniyle, yurtdışında üretim yapma, etkinlik ve karlarını bu şekilde artırma yoluna gitmişlerdir. 1990 yıllarda SÜ'de gözlenen durgunluk eğilimi ve düşük faiz oranları, yatırımcıların portföylerini yeniden şekillendirme gayreti içine girmelerine neden olmuştur. Yatırımcıların portföy çeşitlendirmesine gitmesi, yabancı varlıklara daha fazla yer vermesine ve GOÜ'in piyasalarına giren portföy yatırımlarının hacminin artmasına yol açmıştır.

SÜ'in ve bu ülkelerinin etkisinde olan uluslararası mali kurumların tavsiyeleri, diğer ülkelerin küreselleşen dünyaya uyum çabalarında bulunmalarında etkili olmuştur. Örneğin, Baker Planı genel olarak borçlu ülkelerin daha çok dışa açılmasını, yabancı sermaye girişini özendirecek önlemlerin alınmasını içerir (Oktar, 1988, s.28).

1990'lı yılların sonlarında göze çarpan bir başka eğilim, uluslararası anlaşmalar ile sermaye hareketlerinin serbestliğini artırma çabalarıdır: 1998 yılında IMF, ana sözleşmesini değiştirmiş ve cari işlemler bilançosunun serbestleştirilmesi yanında konvertibilite için sermaye hareketlerinin serbestliği şartını getirmiştir. Aynı dönemde devreye sokulan bir diğer anlaşma, yabancı yatırımların toplumsal-siyasal çalkantılar, kamulaştırma-devletleştirme, taşınmazların istimlâki, hükümetlerce getirilen kambiyo kısıtlamaları, vb. risklere karşı 15 yıl süreyle sigortalanmasıdır. Dünya Ticaret Örgütü (WTO) çerçevesinde 1998 yılında finansal hizmetlerin serbestleşmesine ilişkin bir anlaşma imzalanmıştır. OECD ülkelerinde yabancı yatırımların korunması veya sigortalanmasının yanında ulus devlet, sivil toplum örgütleri, halk, sendikalar karşısında sahip olacağı hakları anlaşmaya bağlamak amacıyla Çok Taraflı Yatırım Anlaşması (Multilateral Agreement on Investment, MAI) hazırlanmış, ancak kısa bir süre içerisinde her ülkede tartışılmış ve rafa kaldırılmıştır (Kazgan, 1999, s. 208-9).

2.2. İçsel Nedenler

1982 Borç Krizi sonrasında IMF'in devreye soktuğu yapısal programların içeriği ise: Kamunun sosyal harcamalarını kısıması, ücret artışlarını sınırlandırması, tarım ve sanayide desteklerin kaldırılarak iç fiyatların dünya fiyatları seviyesine getirilmesi, iç pazarın dış rekabete açılması, yabancı yatırımcıları ve sermaye hareketlerini teşvik edecek yasal ve kurumsal reformların uygulanması, düşük kur ile ihracatçının rekabet gücünün artırılması, vergi iadesi ve teşviklerle ihracatın desteklenmesidir (Yıldızoğlu, 1996, s.269-270).

1980-1998 yılları arasında 59 ülke IMF programları çerçevesinde Dünya Bankası'ndan yapısal uyum kredisi almış ve ekonomi politikalarını bu iki kuruluşun şartları doğrultusunda düzenlemişlerdir (Şenses, 1998, s.29). Yapısal uyum programları, GOÜ'ü piyasa ağırlığı yükselmiş bir yeniden yapılanmaya, ekonomilerini dışa açmaya ve makroekonomik dengelerini açık ekonomi koşullarına göre yeniden kurmaya zorlamıştır. Mali piyasaların kurulup genişlemesi ve kambiyo kısıtlamalarının azalması, sermaye hareketlerinin giriş-çıkışı için uygun koşulları oluşturmuştur.

GOÜ'ün birikmiş yüksek dış borçlarının ödenmesinde ise borç/hisse senedi değişiminin öngörülmesi, özelleştirmeleri gündeme getirmiştir. Kamu işletmelerinin hisseleri, borç anaparaları karşılığında satılarak hem borçlar

hem de uluslararası bankaların da risklerini azaltılmıştır. Özelleştirme konusunda en büyük baskılar dış borcu yüksek olan ülkeler üzerinde olmuştur. Özelleştirme uygulamaları, GOÜ'nün ekonomilerinde piyasaların ağırlığının artması yönünde yapısal dönüşümler başlatılmasında ve önemli miktarlarda sermaye girişlerinin sağlanmasında bir araç olarak kullanılmıştır (Kazgan, 1995, s.96-100).

Ancak yeniden yapılanma, finansal serbestleşmenin bir nedeni olduğu kadar, aynı zamanda bir sonucudur. 1950'li ve 1960'lı yılların finansal yapıları, büyük ölçüde resmi denetimin biçimlendirdiği yapılarıdır. Bu finansal piyasalar, 1970'li yılların genişleyen ve çeşitlenen finansman ihtiyacını karşılayamaz ve euro-para piyasaları ile rekabet edemez duruma gelmişlerdir. Dolayısıyla finansal sistemin dinamiklerinin yeni finansal araçların ve yöntemlerin gelişmesine yol açtığı da söylenebilir. Artan rekabet, mali yenilikler, mali araçların artması ve finansal çeşitlendirme sonucunda finansal piyasalar hızla gelişmiştir (Aksoy, 1998, s.93, 97).

3. SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Özel sermaye, portföy çeşitlenmesi yoluyla ve risklerini dağıtma endişesinin de katkısıyla dünya ölçeğinde hareketliliğe kavuşmuş, bir ülkeye girdikten sonra mekan olarak yakın ülkelere de giriş yapmıştır. Bu durum, Latin Amerika ve Doğu Asya'da belirgin olarak gözlenmiştir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998, s.28). Aynı şekilde ekonomik istikrarsızlık sonucunda bir ülkede meydana gelen kur krizi ile sermaye çıkışlarının başlaması, komşu ülkelerin de aynı baskı altına girmesine neden olmuştur. Ulusal para otoritelerinin politika araçları ise eski etkinlik ve güçlerini yitirmişlerdir (Karacan, 1997, s.70-71).

3.1. Yoğun Sermaye Girişlerinin Etkileri

Yoğun sermaye girişleri, genel olarak toplam talebin artmasına neden olur. Bu toplam talep artışının makroekonomik yansıması ise enflasyon oranlarında yükselme, cari işlemler bilançosu açıklarında artış ve reel döviz kurunun değer kazanması şeklinde kendisini gösterir.

Doğrudan yatırımlar ile cari işlemler açıklarının finanse edilmesi, kur krizi olasılığını azaltırken, kısa vadeli borçlanma ise spekülasyon faaliyetleri artırır ve finansal sistemi saldırılara açık hale getirir. Bu nedenle cari işlemler açıklarının büyüklüğünden ziyade, nasıl finanse edildiği daha önemli olmaktadır (Frankel, 1998, s.7).

Sermaye girişlerinin neden olduğu parasal genişlemenin etkilerini ortadan kaldırmaya yönelik politika (sterilizasyon) araçlarının uzun süre kullanılması bazı sorunlara neden olabilir: Açık piyasa işlemleri, faiz hadlerinin yükselterek devletin borçlanma maliyetinin arttırabilir.

Ekonomideki yüksek faizler ise daha çok portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye hareketlerini uyararak toplam içerisindeki paylarının yükseltebilir. Yüksek reel faizlerin olduğu ekonomilerde ise doğrudan yatırımların payı azalır. Mevduat munzam karşılıklarının yükseltilmesi ise serbestleşme eğilimlerine ters düşen bir uygulamadır.

3.2. Yoğun Sermaye Çıktılarının Etkileri

Yoğun sermaye girişleri, ekonomiler üzerinde bir takım riskler oluştururken, yoğun sermaye çıktıları ise ulusal ekonomileri krizlere itebilmektedir. Bu tür gelişmeler, 1980'li yıllarda dış borç krizi ve 1997 Doğu Asya krizi dönemlerinde yaşanmıştır. 1970'li yıllarda uluslararası likiditenin bollaşması ve sanayileşmiş ülkelerdeki gelişmeler, petro-dolar fonlarının GOÜ'e ucuz krediler şeklinde verilmesini ve böylece bu ülkelere yoğun sermaye girişlerini başlatmıştır. Ancak bu süreç, Meksika hükümetinin 1982 yılı Ağustos ayında borç yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini açıklamasıyla başlayan borç krizleri nedeniyle sona ermiştir. Borç krizleri, GOÜ'den kaçış derecesinde sermaye çıktıları başlatmış ve bu sermaye çıktıları, bu ülkelerin en önemli problemleri arasına girmiştir. Yönü SÜ'e doğru olan GOÜ'den yoğun sermaye çıkışı, iktisat literatürüne sermaye kaçışı olarak geçmiştir.

Sermaye ithalatçısı olan ülkelere yoğun sermaye çıkışı, yurtiçi faiz oranları, döviz kurları ve döviz rezervleri üzerinde istikrarsızlıklar oluşturmuştur. Döviz kurları ve faizlerde değişkenlik (volatilité), hem başlangıçtaki olumsuz koşullardan, hem de sermaye hareketlerindeki dalgalanmalardan etkilenmiştir. Oluşan kriz ortamlarında ulusal reel ekonomilerde üretim ve istihdam düşüşleri olmuştur.

Ağır borç yükü altındaki GOÜ'in sermaye kaçışını sınırlandırmaları, ters yöne çevirebilmeleri veya kaçan sermayeyi borç ödemelerinde kullanabilmeleri halinde daha iyi bir durumda olacakları, tartışma konusu olmuştur. İktisatçılar, sermaye kaçışını ya da ülkeyi terk eden sermayeyi, bu ülkeler için gerekli fonlara temel kaynak olarak görmüşlerdir. Uluslararası mali kuruluşlar ise sermaye kaçışını, bu ülkelere yeni kredi vermemenin bir nedeni ya da özürü olarak göstermişlerdir (Sayım, 1995, s.47).

4. SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ: EKONOMETRİK BİR UYGULAMA

4.1. Model

Bu çalışmada sermaye hareketlerinin, GOÜ ekonomilerindeki başlıca makroekonomik büyüklükler üzerine etkilerini test etmek ve GOÜ ekonomilerine sermaye akımlarını çeken ekonomik etkenleri göstermek için Granger nedensellik modellerine başvurulmuştur.

Granger (1969) yüksek dereceli iki değişkenli bir otoregresif sürecin tahmini yardımıyla nedenselliğin test edilebilir hale gelmesini sağlamıştır. Granger nedensellik testinde, değişkenlerin tek tek t-testlerine başvurma yerine, F-testi yardımıyla modelin genel olarak anlamlılığı test edilmektedir.

Granger nedensellik modellerinde, kullanılan veriler, sermaye hareketleri (SH), cari işlemler dengesi (CID), reel döviz kuru indeksindeki (1995=100) değişmeler (DRER), enflasyondan arındırılmış reel faiz oranı (R), gayrisafı yurtiçi hasıla hacmi (GDPV), reel rezerv para büyüme oranı (m), tüketici fiyatlarına göre hesaplanmış enflasyon oranı (p) ve resmi rezervler (RR). Veriler IMF IFS veri tabanından alınarak tarafımızca hesaplanmış ve panel veri seti haline dönüştürülmüştür. Veriler, 25 GOÜ'ye ve 20 yıla (1984-2003) ait kayıp değerleri (missing values) de içeren 2000 (=25x20x4) gözlemden oluşan bir dengesiz (unbalanced) panel veri setidir.

Modelde kullanılan GOÜ örnekleme, Uluslararası Finans Kurumu (The Institute of International Finance)'nun, yükselen piyasalar ekonomileri (emerging markets economies) olarak tanımladığı ülkeler setidir. Bu ülkeler Çin, Hindistan, Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore, Tayland (ASYA); Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Ekvator, Meksika, Peru, Uruguay, Venezuela (LATİN AMERİKA); Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Romanya, Slovakya, Türkiye, Rusya Federasyonu (AVRUPA) ve Güney Afrika (AFRİKA. Cezayir, Tunus, Fas ve Mısır'ın ödemeler dengesi verileri mevcut olmadığı için örneklemden çıkarılmıştır.).

Kullanılacak modelin seçimi ise örneklemin kaynağına dair yapılacak varsayıma dayanmaktadır. Eğer kullanılan örneklem, ana kütlelin tamamını kapsamakta ise sabit etkiler modeli tercih edilmektedir. Eğer örneklem, ana kütlelden tesadüfi olarak seçilmiş ya da ana kütlelin belli bir bölümünü temsil etmekte ise, tesadüfi etkiler modeli tercih edilmektedir (Baltagi, 2001, s.12, 15; Greene, 2003, s.293). Bu çalışmada kullanılan veriler, yükselen piyasalar ekonomilerinden tamamına ait özel bir panel veri setidir. Bu nedenle sabit etkiler modelinin kullanılmasının daha uygun olduğuna karar verilmiştir. Granger nedensellik testi için kullanılacak sabit etkiler modeli aşağıda yer almaktadır:

$$SH_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^m ajSH_{it-j} + \sum_{j=1}^m bjXi_{it-j} + u_{it} \quad (1.1a)$$

$$X_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^m bjXi_{it-j} + \sum_{j=1}^m ajSH_{it-j} + u_{it} \quad (1.1b)$$

burada $i=1,2,\dots,25$, $t=1984Q1,\dots,2003Q4$, α_i = ülkelerin bireysel etkileri ve $\varepsilon_{it} \sim iid(0, \sigma^2)$ 'dir. X, SH dışındaki diğer makroekonomik değişkenlerdir. En uygun gecikme sayısı (m), Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir. Hata terimlerindeki değişen varyans problemi, White tahmin edicisiyle ve otokorelasyon problemi ise Marquardt doğrusal olmayan en küçük kareler algoritmi (Marquardt nonlinear least squares algorithm) yöntemi düzeltilmiştir.

4.2. Uygulama Sonuçları

Panel veri setinden GOÜ ekonomileri için gözlenen genel eğilimlerin test edilmesine yönelik olarak Granger nedensellik modellerden elde edilen sonuçlar aşağıda yer almaktadır:

- 1973-74 Petrol şokunu izleyen yıllarda cari işlemler (CID) açıkları, birçok GOÜ'nin en önemli ekonomik problemlerinden biri haline gelmiştir. Bu yıllardan itibaren dış kaynaklar, kalkınmanın finansı yerine CID açıklarının finansı haline gelmiş ve sermaye fonlarının kaynağı, resmi kurumlardan daha çok özel kurumlar olmaya başlamıştır. 1990'lı yıllarda CID açıkları, sermaye girişlerine yol açmış, ancak yoğun sermaye girişlerinin ulusal ekonomide yarattığı makroekonomik etkileşim de CID açıklarının devam etmesine neden olmuştur. Tablo 2'ye göre SH ve CID arasında çift yönlü bir nedensellik vardır ve SH'nden CID'na yönelik nedensellik daha güçlüdür. GOÜ'de yoğun sermaye girişlerinin kendisi de CID açıklarına yol açan bir unsur olarak ortaya çıkmıştır.

- Enflasyondan arındırılmış reel faiz oranları (R) ile SH arasında çift yönlü nedensellik bulunmuştur. R'ndan SH yönelik nedensellik daha güçlüdür. GOÜ'deki enflasyondan arındırılmış reel faiz oranlarının (R) yüksek getirisi, SH hareketlerini uyarmaktadır. SH'nden R'na doğru olan nedensellik ise SH'nin neden olduğu parasal genişlemenin etkilerini ortadan kaldırmaya yönelik politika (sterilizasyon) araçlarının kullanılması nedeniyle ulusal ekonomide reel faiz hadlerinin yüksek düzeyde kaldığını göstermektedir.

Tablo 2: Granger Nedensellik Test Sonuçları

H ₀ Hipotezi	Sonuç (1)	Gecikme ⁽²⁾	Gözlem Sayısı	F- İstatistiği
CID, SH'in nedenseli değildir	Ret (*)	1	1255	26.48
SH, CID'in nedenseli değildir	Ret (*)	6	1159	153.82
R, SH'in nedenseli değildir	Ret (*)	1	1249	22.31
SH, R'in nedenseli değildir	Ret (**)	1	1270	1.62
DRER, SH'in nedenseli değildir	Ret (*)	2	1226	22.88
SH, DRER'in nedenseli değildir	Ret (*)	5	1187	58.76
GDPV, SH'in nedenseli değildir	Ret (*)	2	767	17.61
SH, GDPV'in nedenseli değildir	Ret (*)	6	703	4.78
m, SH'in nedenseli değildir	Ret (*)	2	1207	20.97
SH, m'in nedenseli değildir	Ret (*)	7	1128	64.67
p, SH'in nedenseli değildir	Ret (*)	2	1226	22.59
SH, p'in nedenseli değildir	Ret (*)	7	1153	78.63
RR, SH'in nedenseli değildir	Ret (*)	2	1239	24.18
SH, RR'in nedenseli değildir	Ret (*)	1	1257	3.26

1) (*) ve (**) işaretleri, sırasıyla %1 ve %5 önemlilik düzeylerini ifade eder.

2) En uygun gecikme sayısı, her model için çift yönlü ve aşamalı olarak birden başlayarak maksimum sekiz dönem gecikme değerleri dikkate alınarak Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir.

- Reel döviz kuru indeksindeki değişmeler (DRER) ile SH arasında da çift yönlü nedensellik vardır. GOÜ'nün çoğunda yoğun sermaye girişleri, ulusal ekonomilerde reel döviz kurlarının değerlendirilmesine; yoğun sermaye çıkışları ise reel döviz kurlarının değer kaybetmesine yol açmaktadır. Değerlenmiş sabit döviz kurları da sermaye girişlerini uyarmaktadır.

- GOÜ ekonomilerinde SH ile ekonomik toplam talep hacmi (GDPV) arasında da çift yönlü bir nedensellik ilişkisi vardır. GOÜ'deki canlı toplam talep ve ekonomik büyüme potansiyeli, sermaye girişlerine yol açmakta; sermaye girişlerinin de ulusal milli gelir üzerinde olumlu etkileri olmaktadır. Sermaye girişleri, ulusal ekonomilerin sahip olduğu kaynakların üzerinde bir kaynak kullanımı sağlamakta; istihdamı, üretimi ve toplam talebi arttırmaktadır.

- GOÜ ekonomilerinde yoğun sermaye girişleri, parasal genişlemeye ve dolayısıyla enflasyon artışına neden olmaktadır. Dolayısıyla sermaye

girişleri, ulusal ekonomilerde para politikası uygulamalarını ve fiyat istikrarını olumsuz etkilemektedir.

- SH'in ulusal resmi rezerv birikimi üzerinde de etkisi vardır. Ülkeye giren sermayenin bir bölümü, rezerv birikiminde kullanılmıştır. Sermaye hareketlerinin büyük miktarlarda rezerv artışında kullanılmasının maliyeti, dış dünyadaki kredi faizlerine, getirisi ise dış dünyadaki mevduat faizlerine eşittir.

5. SONUÇ

Dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerinde denetim ve engellerin aşamalı olarak azaltılması, dünya ekonomisinde mal ve hizmet ticaretinin hacmini yükseltmiş; ulusal ekonomiler, birbirine bağlı ve dış gelişmelere oldukça duyarlı ekonomik yapılar haline gelmiştir. 1990'lı yıllarda sermaye hareketleri, önceki dönemlere göre daha kısa vadeli, daha spekülâtif ve daha yüksek bir dolaşım özgürlüğüne sahip bir hale gelmiştir. Yoğun sermaye girişleri, genel olarak toplam talebin aşırı artışına yol açmıştır. Bu toplam talep artışının ekonomi üzerine yansımaları ise enflasyon oranlarında yükselme, cari işlemler bilançosu açıklarında artış ve reel döviz kurunun değer kazanması şeklinde olmuştur. GOÜ'den yoğun sermaye çıkışları, yurtiçi faiz oranları, döviz kurları ve döviz rezervleri üzerinde istikrarsızlıklar oluşturmuş; döviz kurlarının ve faizlerin dalgalanma sıklığı, hem başlangıçtaki olumsuz koşullardan, hem de sermaye hareketlerindeki dalgalanmalardan dolayı artmıştır.

Sermaye hareketlerinin ulusal ekonomiler üzerindeki makroekonomik etkileri test etmeye yönelik olarak 25 ülkeye ait 80 gözlemlik bir panel veri seti oluşturulmuş ve Granger nedensellik testleri yapılmıştır. Analizden elde edilen genel sonuca göre, sermaye hareketleri cari işlemler açıkları, reel döviz kurlarında değerlenmeye, yüksek faiz hadlerine, toplam talep artışına, parasal genişleme, enflasyon artışına ve resmi döviz rezervlerinde artışa yol açmaktadır.

Yoğun sermaye girişleri, ekonomisine ek kaynak kullanımı şeklinde sağladığı olumlu katkıların yanında, ekonomi yönetimine bir takım riskler ve ekonomik dengeleri sürdürme güçlükleri de getirmiştir. Bu riskler, zayıf finansal sektör ve tutarsız ekonomi politikaları uygulamalarında daha belirgin hale gelmiştir. GOÜ ekonomilerinde sermaye hareketlerinin düzensiz olması ve sermaye hareketlerindeki ekonomiye etkilerinin azaltılması için sermaye hareketlerinin denetlenmesi önerilmektedir.

Sermaye hareketlerinin denetlenmesi, bir ülkede çıkan krizin domino etkisiyle tüm ülkeleri ekonomik, sosyal ve siyasal sıkıntılara sokmasına bir tepki olarak kısa vadeli spekülâtif sermayenin kısıtlanması veya vergilendirilmesi önerilerini kapsar. Vergileme konusunda üç tür yöntem önerilmektedir: Tobin Vergisi, doğrudan yatırımların vergilendirilmesi ve karın aynı oranlarda vergilendirilmesidir.

Ancak Kaminsky (2003) ve Cardoso (2003)'e göre genel olarak sermaye kontrolleri, ulusal ekonomiyi dış şoklara karşı izole etmede başarısız olmuştur. Sermaye girişleri üzerinde konulan kontroller, örneğin Şili'de, borçların vadesinin uzamasına olumlu katkısı olsa da ulusal paranın değer kazanmasını engelleyememiştir. Sermaye çıkışlarına konulan kontroller ise ulusal ekonomide yeni belirsizliklere yol açmaktadır. Sonuç olarak Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi sermaye kontrolleri uygulansa bile, ekonomilerin krize girmelerinin temel nedeni hükümetlerin sürekli olarak aşırı harcamalar yapmaları ve bunları borçla finanse etmeleridir.

KAYNAKLAR

- Aksoy, Tamer; 1998; *Çağdaş Bankacılıktaki Son Eğilimler Ve Türkiye'de Uluslararası Bankacılık* (1.Baskı). Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:109, Ankara: Tisamat Basım Sanayii.
- Baltagi, Badi H.; 2001: *Econometric Analysis of Panel Data, 2nd Edition*, England: John Wiley&Sons.
- Berksoy, Taner ve Burak Saltoğlu; 1998; *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:1998-58.
- Cardoso, Eliana; 2003; "Küreselleşme, sermaye hareketleri ve finansal krizler". *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl 18, Sayı:212, Kasım, s.20-6.
- Frankel, Jeffrey A.; 1998; "The Asian Model, The Miracle, The Crisis and The Fund", The U.S. International Trade Commission, ". İnternet yoluyla alınan dosya,internet Adresi : <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/EACRITC.pdf>
- Granger, C. W. J. ;1969; "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods," *Econometrica*, 37, 424-438.
- Greene, William.H.; 2003; *Econometric Analysis, 5th Edition*, New Jersey: Prentice Hall.
- IMF- *World Economic and Financial Surveys*; 1998; İnternet yoluyla alınan dosya, internet adresi: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1297/pdf/1298sta.pdf>

- IMF-World Economic Outlook, Trade and Finance; 2002; İnternet yoluyla alınan dosya, internet adresi: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2002/02/pdf/appendix.pdf>
- Kaminsky, Graciela L.; 2003; "Küreselleşme, sermaye hareketleri ve finansal krizler". *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl 18, Sayı:212, Kasım, s.16-19.
- Karacan, Ali İhsan; 1997; *Bankacılık ve Kriz (1.Baskı)*, İstanbul: Creative Yayıncılık.
- Kazgan, Gülten; 1995; *Yeni Ekonomik Düzen'de Türkiye'nin Yeri (2.Baskı)*, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.
- Kazgan, Gülten; 1999; *Tanzimat'tan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi (1.Baskı)*, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.
- Mejia, Alejandro L.;1999; "Large capital flows: A survey of the causes, consequences, and policy responses", *IMF Working Paper WP/99/17*. İnternet yoluyla alınan dosya, internet adresi: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9917.pdf>
- Oktar, Suat; 1988; *Dış Borç Krizi Üzerine*, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Sayım, Muzaffer; 1995; "Türkiye'den sermaye kaçıışı", *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Sayfa: 47-58, Haziran 1995.
- Sönmez, Sinan; 1998; *Dünya Ekonomisinde Dönüşüm (1.Baskı)*, Ankara: İmge Kitabevi.
- Şenses, Fikret; 1998; "Kriz, dış yardım ve neoliberal politikalar", *Toplum ve Bilim* 77. Sayı, s.:28-44
- T.C. Merkez Bankası, Üç Aylık Ve Yıllık Bültenler, Veri Dağıtım Sistemi.
- Yıldızoğlu, Ergin; 1996; *Globalleşme ve Kriz (1. Baskı)*, İstanbul: Alan yayıncılık: 167, Düşünce Dizisi:37.