

Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Analizi

İktisadi Araştırmalar Bölümü
Mayıs 2014

Mustafa Kemal Gündođdu
Uzman Yardımcısı

Giriş.....	1
I. Sermaye Hareketleri ile Ekonomik Göstergelerin İlişkisi	2
II.Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Hareketleri	5
III.Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri	7
<i>i.Ekonometrik Analiz</i>	<i>7</i>
<i>ii.Senaryolar ve Tahminler.....</i>	<i>11</i>
Genel Değerlendirme ve Sonuç	14
Kaynaklar	14

Giriş

İktisadi küreselleşmenin ivme kazanması ve teknolojinin finansal piyasalara entegrasyonunun artmasına bağlı olarak 1990'lı yılların ortasından itibaren sermaye hareketlerinde küresel ölçekte belirgin bir canlanma gözlenmiştir. Bu dönemde, nispeten yüksek getiri arayışı ve özellikle son yıllarda global krizin gelişmiş ülkeler açısından yarattığı belirsizlik ortamı nedeniyle gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) yönelik sermaye hareketlerinin hız kazandığı görülmüştür. Küresel ölçekte finansal bütünleşmenin gelişmesine bağlı olarak sermaye hareketlerinin hız kazanmasının gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik politikaların etkinliği ile şeffaflığını artıracacağı ve kişisel refahı iyileştireceği öngörülmektedir. İvme kazanan sermaye hareketlerinin tüketim ve yatırım kanalları ile gelişmekte olan ülkelerin büyüme performanslarını olumlu yönde etkileyeceği, iletişim olanaklarındaki gelişme ile birlikte üretkenliğin artış kaydetmesine katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

Öte yandan, sermaye hareketlerinin ivme kazanmasına bağlı olarak gelişmekte olan ülkelerde parasal genişlemenin hız kazanmasının, enflasyonist baskılara ve reel döviz kurunda değerlenme paralelinde bu ülkelerde cari işlemler açığının genişlemesine neden olabileceğine yönelik görüşler de bulunmaktadır. Bu görüşler, gelişmekte olan ülkelerde yaşanabilecek makroekonomik bir istikrarsızlığın bu ülkelerde finansal krizleri tetikleyebileceğine ve söz konusu yerel krizlerin de küresel krizlere dönüşebileceğine yönelik endişeleri gündeme getirmektedir.

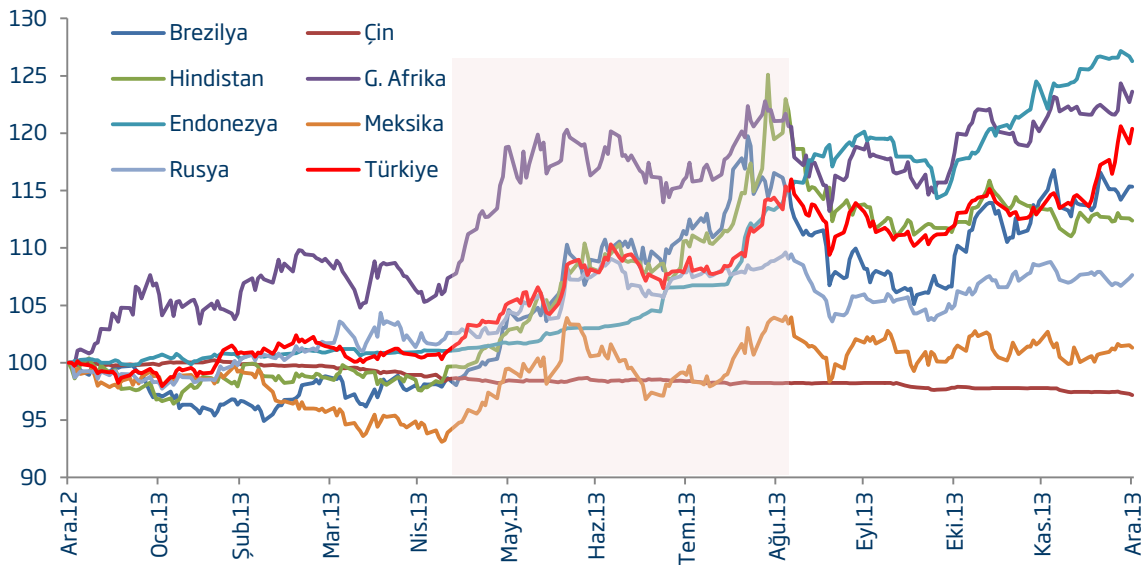
Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin finansal piyasalar kanalıyla global ekonominin seyrinde belirleyici olmaya başlaması, sermaye hareketlerinin seyrine yönelik düzenlemelerin ekonomi politikalarındaki önemini artırmaktadır. Bu çalışmada, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin temel nitelikleri tanımlanarak günümüzdeki durumu ile geçmiş dönemleri karşılaştırılmış ve Türkiye özelinde sermaye hareketlerinin reel ekonomi üzerindeki etkilerinin belirlenmesi amaçlanmıştır.

I. Sermaye Hareketleri ile Ekonomik Göstergelerin İlişkisi

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerini belirleyen faktörler içsel ve dışsal olarak tanımlanabilmektedir. Söz konusu sermaye hareketlerini belirleyen dışsal (itici) faktörler; küresel ekonomik büyümeye ilişkin beklentiler, gelişmiş ülkelerde iktisadi büyümenin seyri, bu ülkelerde uygulanan para politikalarına bağlı olarak değişkenlik gösteren küresel piyasalardaki toplam para arzı ile risk algısı ve önde gelen ekonomilerin görünümünü yansıtan öncü göstergeler gibi faktörler olarak sıralanabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümenin hızı, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının belirlediği kredi notları, reel faiz oranları ve bu ülkelerde ekonomilerin kırılganlık düzeyini yansıtan enflasyon, cari denge ve reel sektörün dış borçluluk seviyeleri gibi ekonomik göstergeler ise sermaye hareketlerini belirleyen içsel (çekici) faktörler olarak kabul edilmektedir.

İçsel faktörlerden kaynaklanan sermaye hareketlerinin, dışsal faktörlerden kaynaklanan sermaye hareketlerine kıyasla daha tahmin edilebilir olduğu düşünülmektedir (Inandım, 2005). İçsel faktörlere bağlı bir seyir izleyen sermaye hareketleri, politika yapıcılar tarafından alınan kararlar doğrultusunda daraltılıp-genişletilebilmektedir. Öte yandan, dışsal faktörlerden kaynaklanan sermaye hareketlerinin yerel politika yapıcıların aldığı kararlara karşı duyarlılıklarının daha düşük olduğu düşünülmektedir. Zira küresel ölçekte gözlenen likide bolluğu (darlığı) çerçevesinde sermaye girişlerindeki artışı (düşüşü) kontrol edebilmek için yerel politikalar yetersiz kalabilmektedir. 2008 yılındaki küresel finansal krizin ardından küresel piyasalardaki likidite bolluğu ve 2013 yılında Fed'in varlık alım programını daraltacağına yönelik beklentilerin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkileri söz konusu duruma örnek olarak gösterilebilmektedir. Bu gibi durumlarda gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların beklenmeyen dışsal şoklara karşı daha kırılgan bir görünüm sergilediği görülmüştür (Inandım, 2005).

Grafik 1. Bazı Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin Dolar Karşısındaki Seyri, 31.12.2012=100



Kaynak: Reuters

Tablo 1. 2008-2011 Yılları Arasında Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Açık, Kredi Hacmi ve Toplam Dış Borç Stokunun GSYH'ye Oranlarının Değişimi (% , Puan)

	Brezilya	Çin	Endonezya	G. Afrika	Hindistan	Meksika	Rusya	Türkiye	GOÜ
Kredi Hacmi/GSYH	3,6	24,6	1,8	1,7	6,4	8,2	14,7	14,0	23,7
Dış Borç Stoku/GSYH	0,3	1,4	-4,7	3,6	-0,5	5,9	-0,2	9,5	-0,9
Cari Açık/GSYH	0,4	-7,4*	0,2*	-4,9	1,9	-0,8	1,1*	4,2	-1,9*

Kaynak: IMF, Dünya Bankası

(*) İlgili ülkeler cari fazla vermektedir.

Sermaye hareketlerinin hızlanması ile gelişmekte olan ülkelerde tasarruf düzeyini artırmaya yönelik politika tedbirlerine ihtiyaç duyulmadan yatırımların dış borçla finansmanı kolaylaşmıştır. Böylece, düşük faiz ortamında hanehalkları tüketimlerini artırabilirken, söz konusu ülkelerde ihtiyaç duyulan yatırımlar dış finansman yoluyla gerçekleştirilebilir hale gelmiştir (İnançım, 2005). Öte yandan, sermaye hareketlerinde canlanma özellikle gelişmekte olan ülkelerde yatırımları olumlu yönde artırsa da söz konusu yatırımların uzun dönemli ekonomik büyümeye katkısı, bu yatırımların yapıldığı sektörlerin niteliğine bağlı olarak değişmektedir.

Sermaye hareketleri sadece yatırım ve tüketim kanalıyla değil, finansal piyasalar üzerinden de ekonomik yapıyı etkileyebilmektedir. Örneğin, yoğun yabancı sermaye girişinin olduğu dönemlerde bankacılık sistemi ve finansal sistemin risk iştahında belirgin bir artış gözlenebilmekte ve bu çerçevede kredi hacminde hızlı bir artış eğilimi mümkün olabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde para birimi ve vade uyumsuzluğu gibi sorunlara bağlı olarak yoğun sermaye girişleri, söz konusu ülkelerde bankacılık sisteminin portföy kalitesini olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu çerçevede, küresel piyasalarda sermaye akımlarının ivme kaybettiği dönemlerde, finansal kuruluşlarda yaşanacak sorunların tüm sisteme yayılması önemli bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır.

Sermaye hareketlerindeki hızlanmanın doğrudan etkilediği bir diğer iktisadi gösterge olan cari işlemler açığının GSYH'ye oranı, ülkelerarası karşılaştırmalarda da sıklıkla kullanılmaktadır. Söz konusu oranda yurt içi tüketimin hızlanmasından kaynaklanan belirgin bir bozulmanın gözlenmesi ülkeye ilişkin risk algısını arttırmaktadır. Özellikle, kısa vadeli sermaye hareketlerinden faydalanarak cari işlemler dengesindeki açıkların finanse edilmesi kısa dönemde etkin bir yöntem olarak görülse de, uzun dönemde bu uygulamaya devam edilmesi cari açığın sürdürülemez hale gelmesine neden olmaktadır.

Sermaye hareketlerinin seyrinde sadece uzun dönemli iktisadi beklentiler ve sağlam iktisadi temellere dayanan yatırım kararları etkili olmamaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde faiz-kur arbitrajına dayanan yüksek reel getiri elde etme motivasyonu da belirleyici olabilmektedir. Bu doğrultuda sermaye hareketlerinde volatilitenin artış kaydetmesi gelişmekte olan ülkelerde öncelikle döviz kuru üzerinde etkisini göstermektedir. Ani sermaye çıkışları gözlenen ülkelerde yerel para biriminin hızla değer kaybetmesi finansal piyasaları olumsuz yönde etkilemektedir. Öte yandan, gelişmekte olan ülkelerde yerel para birimindeki değer kaybı söz konusu ülkelerde rekabetçilik düzeyini geliştirse de, Türkiye gibi özel sektörün dış borçluluğu yüksek olan ülkelerde yerel para birimindeki değer kaybının kalıcı olması, bu ülkelerde şirketlerin bilançolarını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Reel sektör üzerinde kalıcı hasar bırakabilecek bu durumun orta ve uzun vadede ekonominin kırılabilirliğini da artırabileceği düşünülmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde yerel para

biriminin değer kaybına yol açabilecek ani yavaşlama veya çıkışlar Türkiye (1994-2001), Meksika (1994), Asya (1997) ve Rusya'daki (1998) krizlerin tetikleyicilerinden biri olarak kabul edilmektedir.

Sermaye hareketlerini belirleyen faktörlerin ve sermaye hareketlerinin etkilerinin genel olarak finansal göstergeler üzerinden değerlendirilme eğilimi sermaye hareketleri ile ülkelerin para politikaları arasındaki ilişkinin yüksek olduğu görüşünü desteklemektedir. Ancak, sermaye hareketlerine yönelik yapılacak uygulamalar sadece para politikaları kapsamında değerlendirilmemelidir. Sıkı mali disipline sahip olan ülkelere ilişkin risk algısının genel olarak düşük olması söz konusu ülkelere yönelik net sermaye hareketlerinin genel olarak istikrarlı bir görünüm sergilemesinde etkili olmaktadır. Aynı zamanda, kısa vadeli sermaye hareketlerinde gözlenen ani giriş çıkışların olumsuz etkileri uygulanacak sıkı maliye politikaları ile sınırlandırılabilir. Sıkı maliye politikaları ile hükümetin yurt içi ve yurt dışı borçlanma ihtiyacının gerilemesi ve bu çerçevede faiz oranlarında aşağı yönlü baskı oluşması beklenmektedir. Reel faiz oranlarında gözlenecek gerileme doğrultusunda da kısa vadeli sermaye girişlerinin yavaşlayacağı öngörülmektedir. Buna ek olarak sıkı maliye politikaları hızlanan sermaye hareketlerinin iç talep üzerindeki genişletici etkilerini de sınırlandırılabilir. Öte yandan, sıkı maliye politikaları doğrultusunda ülkenin ihtiyaç duyduğu altyapı ve sosyal harcamalarının daraltılması doğrudan yabancı yatırımlar gibi uzun vadeli sermaye girişlerini olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

Tablo 2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Bütçe Dengesi / GSYH (%)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
GOÜ	-1,1	0,7	1,4	1,2	0,7	-4,2	-2,6	-1,2	-1,6	-2,2
GOÜ-Asya	-2,9	-2,4	-1,6	-0,6	-2,3	-4,3	-2,9	-2,4	-3,0	-2,7
Latin Amerika	-1,6	-1,4	-1,4	-1,2	-1,0	-4,1	-3,3	-2,9	-3,5	-3,8
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	4,3	11,8	13,1	10,7	12,7	-0,9	1,8	5,4	6,9	3,5
Brezilya	-2,9	-3,6	-3,6	-2,8	-1,6	-3,3	-2,8	-2,6	-2,8	-3,3
Çin	-1,5	-1,4	-0,7	0,9	-0,7	-3,1	-1,5	-1,3	-2,2	-1,9
Endonezya	-0,6	0,6	0,2	-1,0	0,0	-1,8	-1,2	-0,6	-1,7	-2,1
Güney Afrika	-1,2	-0,3	0,7	1,3	-0,5	-4,9	-4,9	-4,0	-4,3	-4,3
Hindistan	-8,3	-7,2	-6,2	-4,4	-10,0	-9,8	-8,4	-8,0	-7,4	-7,3
Meksika	-1,2	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-5,1	-4,3	-3,3	-3,7	-3,9
Rusya	4,9	8,2	8,3	6,8	4,9	-6,3	-3,4	1,5	0,4	-1,3
Türkiye	-4,4	-0,8	-0,7	-2,0	-2,7	-6,0	-3,4	-0,7	-1,8	-1,2**

Kaynak: IMF, Maliye Bakanlığı

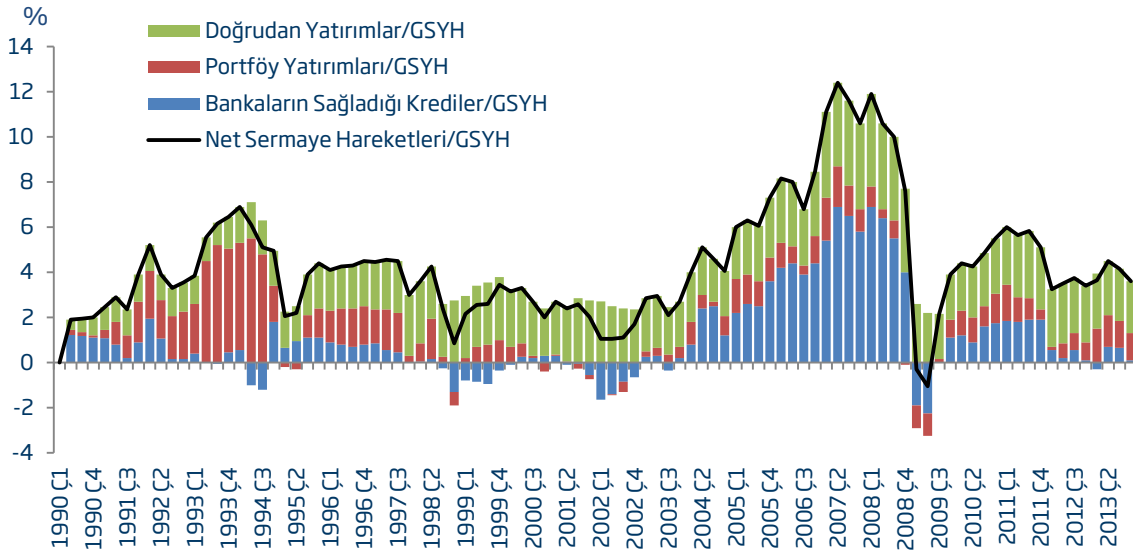
(*) IMF tahminleridir

(**) Gerçekleşme değeridir.

II. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri

IMF verilerine göre, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri 1990'lı yıllarda genel olarak dalgalı bir görünüm sergilemiştir. IMF'nin gelişmekte olan ülkelerin ödemeler dengesi verilerinden derlediği portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar ve bankaların yurt dışından temin ettiği kredilerin toplamından elde edilen toplam net sermaye hareketleri verilerinin gelişmekte olan ülkelerin GSYH'lerine oranları incelendiğinde; 1993-94 yıllarında söz konusu oranın %6 seviyesinin üzerine kadar yükseldiği ancak, 2000'li yılların başında bu oranın %2 düzeyinin altına gerilediği görülmektedir. 1990-2000 döneminde ortalama %4 düzeyinde olan toplam net sermaye hareketlerinin GSYH'ye oranının 1994 ve 1997 yıllarında ortaya çıkan ekonomik krizlerden de belirgin bir şekilde etkilendiği gözlenmektedir. Bununla birlikte, son 25 yıllık dönemde GOÜ'ye yönelik toplam net sermaye hareketlerinin milli gelire oranının çıkışa işaret ettiği tek dönem 2008-2009 dönemi olmuştur.

Grafik 2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Net Sermaye Hareketlerinin GSYH'ye Oranları* (%)



Kaynak: IMF, Dünya Bankası GEP 2014

(*) 2 çeyreklik hareketli ortalamalar ile hesaplanmıştır.

Küresel piyasalarda sermaye hareketlerinin ivme kaybettiği dönemlerde genel olarak yerel veya küresel krizlerin yaşandığına yönelik görüşlerin test edilmesi amacıyla, küresel piyasalarda 1970-2013 döneminde yaşanan 127 bankacılık krizi ile GOÜ'ye gerçekleştirilen net sermaye hareketlerinin dağılımı arasındaki ilişki incelenmiştir (Laeven, 2008). Kolmogorov-Smirnov¹ sınavasından elde edilen bulgular, söz konusu dönemde yaşanan finansal krizlerin dağılımının GOÜ'ye yönelik net sermaye hareketlerinin dağılımıyla benzer bir görünüm sergilediğine işaret etmektedir.

2000'li yılların başında küresel ölçekte oldukça zayıf bir görünüm sergileyen sermaye hareketlerine bağlı olarak GOÜ'ye yönelik net sermaye girişlerinin GSYH'ye oranının 2002 yılında %1 düzeyine kadar gerilediği ancak, 2003 yılından itibaren küresel piyasalarda risk iştahının artış kaydetmesiyle söz konusu oranın 2008 yılındaki finansal kriz öncesinde %12'nin üzerine çıkarak tarihi yüksek seviyeye ulaştığı görülmektedir. Öte yandan, kriz

¹ K-S sınavası, iki farklı zaman serisinin aynı anakitle olasılık dağılımından gelip gelmediğini test etmektedir. K-S sınavası ile bankacılık krizleri ile sermaye hareketlerinin seyrinin dağılımı karşılaştırılmıştır.

ile birlikte yatırımcıların hızla GOÜ'den çıkmalarıyla söz konusu oran kriz sırasında eksi değerlere gerilemiştir. Bu dönemin ardından, başta gelişmiş ülke merkez bankaları olmak üzere, küresel ölçekte uygulanmaya başlanan ve büyük çaplı tahvil alım programları ile desteklenen genişleyici yönde para politikalarına bağlı olarak, küresel piyasalarda faiz oranlarının tarihi düşük seviyelere gerilemesi, gelişmiş ülkelere kıyasla faiz dengelerinin daha yüksek seviyelerde olduğu gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin yeniden hızlanmasında etkili olmuştur. Bu çerçevede, 2008 sonrası dönemde GOÜ'lerde net sermaye hareketlerinin GSYH'ye oranları yeniden yükselme eğilimine girmiştir. Öte yandan, özellikle 2013 yılından itibaren gelişmiş ülkelerde uygulanan gevşek para politikalarından çıkış olacağına yönelik beklentiler kısa vadede gelişmekte olan ülkelerin borsa endeksleri, para birimleri ve faiz oranları üzerinde etkili olmuştur. Dolayısıyla, Fed başta olmak üzere önde gelen merkez bankalarının para politikalarının seyrine ilişkin çizilen yol haritaları, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin şekillenmesinde belirleyici olmuştur.

Söz konusu sermaye hareketlerinin bileşenleri incelendiğinde, 1990 sonrasında günümüze kadar geçen dönemde GOÜ'lere yönelik doğrudan yatırımlarda volatilitenin oldukça düşük olduğu gözlenmektedir. Toplam net sermaye hareketlerinin volatilitesinde belirleyici olan faktörlerin ise genel olarak risk iştahına duyarlılığın yüksek olduğu düşünülen portföy yatırımları ile bankaların sağladığı kredilerin olduğu görülmektedir. Bu çerçevede, küresel piyasalarda risk iştahını yansıttığı düşünülen VIX ile söz konusu sermaye hareketlerinin ilişkisi Vektör Otoregresyon Analizi (VAR) ile incelenmiş ve analiz sonucu da doğrudan yatırımların seyrinde küresel risk iştahının belirleyici olmadığını teyit etmiştir.

2013 yılının Nisan ayından itibaren Fed'in tahvil alım programını² sınırlandıracağına yönelik beklentiler gelişmekte olan ülke piyasalarını olumsuz yönde etkilemektedir. Bu dönemde, küresel piyasalarda likiditenin daralacağına yönelik beklentiler gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin ivme kaybetmesine yol açmış, gelişmekte olan ülkelere borsa endeksleri gerilerken yerel para birimleri Dolar karşısında değer kaybetme eğilimine girmiştir. Ancak, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin finansal piyasalar kanalıyla reel ekonomi üzerindeki etkileri ülkelerin yapısal özelliklerine bağlı olarak farklılık göstermektedir. Söz konusu etkilerin gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algısını artırdığı gözlenirken, bu ülkelerde başta faiz artırımı kararları olmak üzere çeşitli para ve maliye politikası araçlarıyla önlemler alındığı görülmektedir.

Tablo 3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Faizleri

(%)	Aralık 11	Aralık 12	Aralık 13	Mart 14
Brezilya	11,00	7,25	10,00	10,75
Çin	6,56	6,00	6,00	6,00
Hindistan	8,50	8,00	7,75	8,00
G. Afrika	5,50	5,00	5,00	5,50
Endonezya	6,00	5,75	7,50	7,50
Meksika	4,50	4,50	3,50	3,50
Rusya	5,50	5,50	5,50	7,00
Türkiye	5,75	5,50	4,50 ³	10,00

Kaynak: Reuters

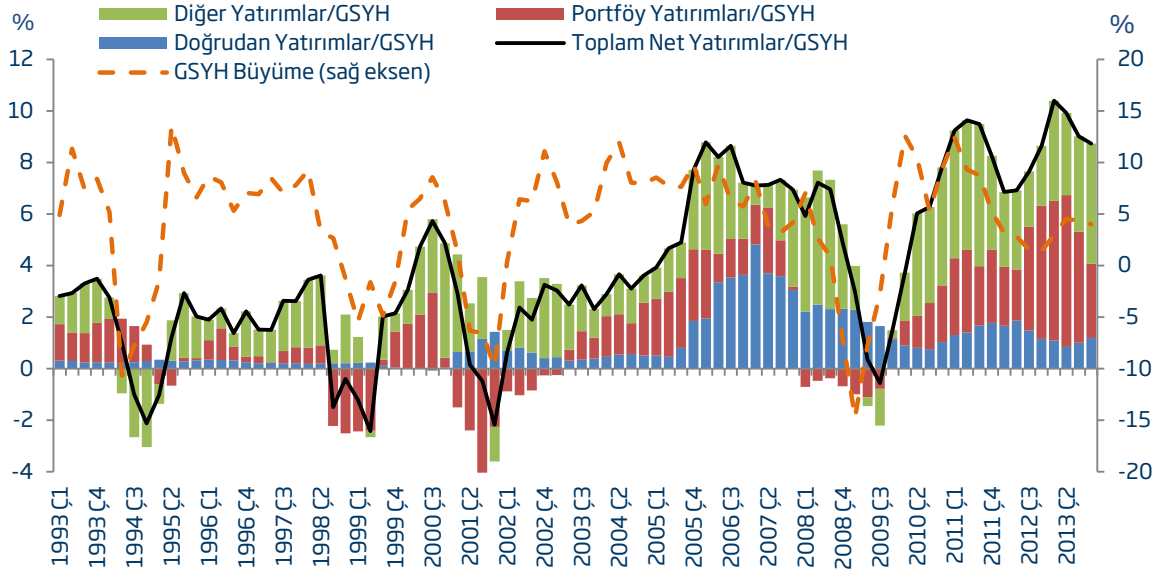
² Fed, Kasım 2008'de finansal piyasalardaki tıkanıklığı açmak için varlık alımına başlamış, sonraki dönemlerde de söz konusu alım programının kapsamını ve boyutunu değiştirerek iktisadi faaliyeti desteklemeye çalışmıştır.

³ Haftalık repo ihale faizi olup 2013 yılının ikinci yarısından itibaren efektif politika faizi olma özelliğini yitirmiştir. Bu dönemde, genel olarak yukarı yönlü bir seyir izleyerek %7,15 düzeyine kadar yükselen TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti efektif politika faizi olma özelliğini yansıtmıştır.

III. Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri

Türkiye'ye yönelik net sermaye hareketlerinin GSYH'ye oranları incelendiğinde, sermaye hareketlerinin kriz dönemlerinde belirgin ölçüde ivme kaybettiği, krizin etkilerinin belirginleşmesiyle birlikte ise sermaye çıkışlarının yaşandığı gözlenmektedir. Bu çerçevede, 1994, 1998, 2001 ve 2009 yılları Türkiye'den de net sermaye çıkışlarının yaşandığı yıllar olmuştur. Söz konusu dönemlerde Türkiye'de ekonominin de daraldığı gözlenirken sermaye hareketleri göstergelerinin kriz sonrası dönemlerde hızla toparlandığı görülmektedir.

Grafik 3. Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Hareketlerinin GSYH'ye Oranları* ve Reel GSYH Büyümesi



Kaynak: Datastream, TÜİK, TCMB

(*) Yıllıklandırılmış veriler kullanılarak elde edilmiştir.

Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri bileşenlerine göre incelendiğinde ise, doğrudan yatırımların GSYH'ye oranlarının 2005 yılı öncesinde düşük bir seyir izlediği ancak, sonraki dönemde AB'ye üyelik sürecinin de etkisiyle %4,8 düzeyine kadar yükseldiği görülmektedir. Doğrudan yatırımların milli gelire oranı 2008 sonrası dönemde gelişmiş ülke ekonomilerindeki zayıf performansın da etkisiyle %2 seviyesinde nispeten yatay bir seyir izlemiştir. Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarının GSYH'ye oranları ise 2008 krizi öncesinde oldukça dalgalı bir görünüm sergilerken, görece faiz getirilerinin yüksek seviyesi nedeniyle 2008 krizinin ardından genel olarak yükselen bir trend sergilemiştir.

i. Ekonometrik Analiz

Sermaye hareketleri ile ekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi Türkiye üzerinden açıklayan çalışmalarda çoğunlukla Sıradan En Küçük Kareler (Ordinary Least Squares-OLS) ile VAR yöntemleri kullanılmıştır. Ancak, genel olarak bu çalışmalarda 1980-2005 dönemi incelenmiştir. Dolayısıyla, bu dönemlerde gerek ekonomik yapının oldukça farklı özelliklere sahip olması gerekse farklı döviz kuru rejimlerinin uygulanması elde edilen ekonometrik sonuçların iktisadi gerçeklikleri yansıtmaya gücünü sınırlandırmıştır. Öte yandan, 2000 yılı öncesi dönemi inceleyen çalışmaların genelinde, sermaye hareketlerinin belirlenmesinde GSYH büyümesi gibi reel ekonomik göstergelerden ziyade kısa vadeli faiz oranlarının anlamlı çıkması, söz konusu dönemde sermaye hareketlerinin faiz-kur arbitrajına bağlı olarak gerçekleştiğine yönelik görüşleri desteklemektedir (Celasun

1999, Altınkemer 2001). VAR analizi ile yapılan bir diğer çalışmada da doğrudan yabancı yatırımların reel faize tepki verdiği ve reel faizin düşmesine bağlı olarak doğrudan yabancı yatırımların belirgin bir biçimde arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, aynı çalışmada bütçe dengesinde sağlanan iyileşmenin de doğrudan yabancı yatırımları etkilediği tespit edilmiştir (Uygur 2005).

Sermaye hareketlerine yönelik ekonometrik çalışmalarda genel olarak sermaye akım göstergelerinin GSYH'ye oranları kullanılmaktadır. Bu çerçevede, bu çalışmada öncelikle 1998 - 2013 dönemine ilişkin USD cinsi çeyreklik GSYH rakamları ile elde edilen sermaye hareketlerine ilişkin oranlar, sermaye hareketleri üzerinde belirleyici olduğu düşünülen içsel ve dışsal faktörler ile ilişkilendirilmiştir. Ancak, elde edilen bulguların istatistiki açıdan anlamsız olduğu görülmüştür. Bu sonuçta, çeyreklik sermaye hareketlerine ilişkin söz konusu oranların, 2005 yılı öncesi ve sonrasında yapısal olarak birbirlerinden farklılık göstermesinin etkili olduğu düşünülmektedir. Bu çerçevede, çalışmamızda Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin belirgin bir şekilde artış kaydettiği 2005 yılından sonraki dönem incelenmiştir. Ancak, çeyreklik veriler ile oluşturulacak veri setinde gözlem sayısının az olması nedeniyle çeyreklik GSYH verileri, sanayi üretimindeki değişimlere göre aylık baza indirgenmiştir. Böylece, tüm sermaye hareketlerine ilişkin nominal büyüklükler GSYH ile oranlanmış ve tüm ekonometrik analizlerde bu veriler kullanılmıştır.

Tablo 4. Analize Dahil Edilen Veriler

Analizde Kullanılan Veriler			
MA-SUE	Mevs. Ar. Sanayi Üretim Endeksi	REDK	TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru
MA-GSYH	Mevsimsellikten Arındırılmış GSYH*	VIX	VIX
US-TR	USD/TL	ABD-1	US- 1 Yıl Vadeli Tahvil Faizi
EUR-TR	EUR/TL	ABD-2	US- 2 Yıl Vadeli Tahvil Faizi
DS	Döviz Sepeti	ABD-5	US- 5 Yıl Vadeli Tahvil Faizi
GF-1	TR- 1 Yıl Vadeli Tahvil Faizi	ABD-SUE	US- Sanayi Üretim Endeksi
GF-2	TR- 2 Yıl Vadeli Tahvil Faizi	PY	Portföy Yatırımları/GSYH (ÖD)
GF-3	TR- 5 Yıl Vadeli Tahvil Faizi	DYY	Doğrudan Yatırımlar/GSYH (ÖD)
BİST	Borsa İstanbul Endeksleri	BK	Bankaların Sağladığı Krediler/GSYH (ÖD)
EMBI+	EMBI+	YD	Diğer Yatırımlar/GSYH (ÖD)
EMBI-TR	EMBI-TR	TY	YD+PY+DYY

(*) Aylık bazda yıllıklandırılmış verilerdir.

Elde edilen veri seti ile yapılan analizlerde Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerini hangi faktörlerin belirlediği ve bu akımların iktisadi faaliyetin seyri ile finansal göstergeler üzerindeki etkilerinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Çalışma dönemi 2005/01-2013/12 olarak belirlenmiş ve TCMB'nin aylık olarak açıkladığı ödemeler dengesi verilerinden doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kalemleri kullanılmıştır. Küresel risk göstergesi olarak VIX ve EMBI+ , yurt içi risk göstergesi olarak ise EMBI-TR verisi dikkate alınmıştır. Finansal piyasalara ilişkin gösterge niteliği taşıyan 1, 2 ve 5 yıl vadeli tahvil faizleri, BİST-100 ve BİST-30 endeksleri de model içinde net sermaye hareketleri ile ilişkilendirilmiştir. Reel ekonomiye ilişkin gösterge olarak mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim verileri ile aylık frekansa dönüştürülen mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH verileri farklı modellerde denenmek üzere analize dahil edilmiştir. Küresel piyasalara ilişkin finansal gösterge olarak ise 1,2 ve 5 yıl vadeli ABD tahvillerinin getirileri tanımlanmış, model içinde söz konusu getirilerin Türkiye'nin tahvil getirileri ile aralarındaki farkları da

kullanılmıştır. Ayrıca, ABD'nin sanayi üretim verisi de gelişmiş ülkelerde ekonomik aktivitenin seyrine yönelik bir gösterge olarak bu çalışmada yer almıştır.

Analizde kullanılacak tüm verilere değişken varyans ve durağanlık testleri yapılmış, test sonuçlarına bağlı olarak verilerde gerekli görülen dönüşümler gerçekleştirilmiştir. Durağanlık testi sonuçlarına göre, bütünleşme dereceleri birbirine eşit olan değişkenler arasında eş bütünleşme olup olmadığı kontrol edilmiş ve net sermaye hareketlerine ilişkin göstergeler ile diğer olası açıklayıcı değişkenler arasında eş bütünleşme olmadığı sonucuna varılmıştır. Böylece söz konusu göstergeler arasındaki ilişkinin VAR analizi ile yapılmasına karar verilmiştir. VAR analizinde kullanılacak gecikme derecesi Akaike kriterine göre belirlenmiş, oluşturulan farklı VAR modellerinin de durağanlık koşullarını sağladığı görülmüştür. Ayrıca, varyans ayrıştırma yöntemiyle değişkenler arasındaki ilişkinin belirlenmesi amaçlanmıştır.

Tablo 5. Analizde Test Edilen Modeller

Modeller	Frekans	Dönem	Sermaye	İçsel Faktörler	Dışsal Faktörler
Model 1	Çeyrek	1998-2013	DYY,PY,YD,TY,BK	GF-2,GSYH	VIX,G4-GSYH,ABD-2
Model 2	Aylık	2005-2013	DYY,PY,YD,TY,BK	GF-2,MA-GSYH,EMBI-TR	VIX,ABD-2,ABD-SUE
Model 3	Aylık	2005-2013	DYY,PY,YD,TY,BK	GF-2,MA-SUE,EMBI-TR	VIX,ABD-2,ABD-SUE
Model 4	Aylık	2005-2013	DYY,PY,YD,TY,BK	REDK, MA-SUE	VIX,ABD-2,ABD-SUE
Model 5	Aylık	2005-2013	DYY,PY,YD,TY,BK	REDK, MA-SUE,GF-2	VIX,ABD-2,ABD-SUE

Yukarıda belirtilen modellerde her bir sermaye göstergesi ayrı ayrı modellerde incelenmiş, tüm içsel ve dışsal faktörler çoklu doğrusal bağıntı sorunu olasılığına karşın farklı kombinasyonlarda test edilmiştir. İstatistiki açıdan belirgin sorunlar içermeyen ve açıklayıcılık derecesi yüksek modeller arasından teorik altyapıya uygun sonuçlar içerenler belirlenmiştir. Ancak, açıklayıcılık derecesi yüksek olan modellerin çoğunda verilerin yüksek otoregresif özelliğinin belirleyici olduğu görülmüştür. Bu doğrultuda Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin seyrinde model içine dahil edilmeyen farklı içsel ve dışsal faktörlerin etkilerinin yanı sıra siyasi istikrar/istikrarsızlık ile ölçülemeyen yatırımcı davranışlarının da belirleyici olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, çalışma döneminde Türkiye ekonomisinin yapısal bir dönüşüm içinde olduğu ve yaşanan küresel finansal krizin ardından daha önce eş görülmeyen likidite bolluğunun finansal piyasalar üzerindeki etkilerinin de iktisadi teorilerin öngördüğü ilişkilerin net olarak gözlemlenememesinde etkili olduğu düşünülmektedir.

Analiz çerçevesinde açıklayıcılık derecesi yüksek olan modellerden elde edilen bulgulara göre Türkiye'nin yerel faiz oranları, yurt içi piyasaya yönelik risk algısı ve iktisadi performans göstergeleri sermaye hareketlerinin seyrinde sınırlı da olsa etkilidir. 2 yıl vadeli tahvil getirilerinin farklı modeller içinde sermaye hareketleri ile farklı yönde ilişkili olduğu görülmektedir. Bu sonuçta, çalışma döneminde Türkiye'nin tahvil faizlerinin genel olarak aşağı yönlü bir seyir izlemesinin ve aynı dönemde Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin ivme kazanmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Bu çerçevede, yalın olarak tahvil faizlerinin kullanılmasından ziyade ABD faizleri ile aralarındaki farkın alınmasının daha uygun olacağı düşünülmüş, bu doğrultuda oluşturulan model sonuçları faiz farkı değişkeninin sermaye hareketleri üzerinde anlamlı ve etkili olduğunu göstermiştir. Aylık verileri dikkate alan modellerde iktisadi performans ile sermaye hareketleri arasındaki ilişkinin gecikme derecesinin yükseltilmesi ile belirginleştiği görülmüştür. Bu sonuç, sermaye hareketlerinin büyüme ile ilişkilendirilebilmesi için daha düşük frekanslı veriler ile çalışılmasının uygun olacağına işaret etmektedir.

Bu kapsamda daha uzun bir periyodu içerecek şekilde çeyreklik GSYH verileri ile sermaye hareketleri arasındaki ilişki incelemeye alınmıştır. 1993-2013 dönemine ilişkin GSYH büyüme verileri ile sermaye hareketleri arasındaki ilişki yalın bir şekilde incelenmiş ve söz konusu dönemde sermaye hareketlerinin GSYH büyümesi üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Bu sonuçta, 2005 dönemi öncesinde yaşanan finansal krizlerin ülke ekonomisi üzerindeki sert etkilerinin belirleyici olduğu düşünülmektedir. Nitekim, sermaye hareketleri ile GSYH büyümesi grafiği (Grafik 3) incelendiğinde de sermaye hareketlerinin yavaşladığı dönemlerde büyümenin ivme kaybettiği belirgin bir şekilde görülmektedir. Ancak, 1993-2013 döneminde Türkiye ekonomisindeki yapısal değişimler göz önüne alındığında, söz konusu analizden elde edilen bulguların günümüze ilişkin değerlendirmelerde geçerli olmayacağı düşünülmektedir.

Bu çerçevede, 2005/01-2013/12 dönemine ilişkin iktisadi performans göstergesi olarak aylık frekansa dönüştürülmüş GSYH verisi ile toplam sermaye yatırımları, VIX, ABD ve Türkiye'nin 2 yıl vadeli tahvil faizlerinin farkı ile küresel iktisadi performans göstergesi olarak tanımlanmış olan ABD'nin sanayi üretim verisi kullanılarak elde edilen VAR modeli çalışmamızda temel alınmıştır. Bu modele ilişkin 10 dönemlik gecikmeli varyans ayrıştırma sonuçları, sermaye hareketlerindeki %62'lik sapmanın kendi geçmiş değerlerinden, %19'unun ise faiz farkı değişkeninden kaynaklandığını göstermektedir.

Tablo 6. Varyans Ayrıştırma

%	MA-GSYH	TY	(GF-2)-(US-2)	VIX	ABD_SUE
MA-GSYH	80,52	5,74	4,98	2,09	6,67
TY	7,44	61,58	18,75	0,86	11,37
(GF-2)-(ABD-2)	2,92	7,46	83,95	2,64	3,03

Oluşturulan modelde Türkiye ve ABD için 2 yıl vadeli tahvil faizleri ayrı birer değişken olarak da dikkate alınmış ve Türkiye'ye yönelik net sermaye hareketlerinde yurt içi faizlerdeki değişimlerin daha etkili olduğu tespit edilmiştir. Modelde dışsal faktör olarak yer alan ABD'nin 2 yıl vadeli tahvil faizlerinin toplam net sermaye hareketleri üzerindeki etkisi beklendiği gibi negatif olmakla beraber sermaye hareketleri göstergelerine etkisi, yurt içi faiz oranlarının etkisinin yarısı kadardır. Sermaye hareketleri alt kalemlerine göre incelendiğinde, VIX göstergesinin portföy yatırımları ile bankaların sağladığı kredilerin belirlenmesinde anlamlı olduğu görülmektedir. Elde edilen bulgular ışığında, Türkiye'ye yönelik net sermaye hareketlerinin seyrinde dışsal faktörlerin de etkili olduğu, bu çerçevede söz konusu göstergelerde gözlenecek belirgin değişimlerin Türkiye ekonomisi üzerinde etkili olabileceği düşünülmektedir.

Model içinde açıklayıcılık derecesi yüksek bir değişken olduğu tespit edilen Türkiye ile ABD'nin 2 yıl vadeli tahvil getirilerinin farkının ise dışsal veya içsel olarak nitelendirilmesinin yanlış yorumlamalara yol açabileceği düşünülmektedir. 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizin etkileri başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerin faiz oranları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmuş, aynı dönemde Türkiye'nin de faiz hadlerinde diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi düşüş gözlenmiştir. Bu çerçevede, küresel piyasalarda rekor düşük seviyedeki faiz oranları göz önüne alındığında, gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülke faiz oranları arasındaki farkın geçmiş dönemlerdeki seviyeleri ile kıyaslanarak zaman serisi analizlerinde nedensellik ilişkisi içinde yorumlanması anlamlı olmayacaktır. Nitekim, gelişmiş ülkelerde sıfıra yakın düzeyde seyreden faiz oranları, yatırımcı kararlarının gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarına duyarlılığını düşürebilmektedir.

Sermaye hareketlerinin seyri gelişmekte olan ülkelerde döviz kurları üzerinde de etkili olmaktadır. Bu çerçevede, Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin reel döviz kurları üzerindeki etkisinin belirlenmesi için Reel Efektif Döviz Kuru endeksi kullanılarak VAR ve Granger Nedensellik Analizi yapılmıştır. Söz konusu ilişkinin belirlenebilmesi için çalışmamızda reel döviz kuru HP filtreleme yöntemi ile bileşenlerine ayrılmış daha sonra Granger nedensellik testi ile kısa vadeli sermaye hareketleri ve reel döviz kurunun trendi ve sapmaları arasındaki ilişki belirlenmiştir. Granger nedensellik testi reel döviz kurunun her iki bileşenine (sapma ve trend) uygulanarak, döviz kuru ile sermaye hareketlerinin GSYH oranları arasındaki ilişkinin kısa ve uzun dönemde farklılık gösterebileceğine yönelik görüşlerin test edilmesi amaçlanmıştır (İnandım 2005). Ayrıca, sermaye hareketlerini doğrudan yabancı yatırımlar, portföy hareketleri ve bankaların sağladığı krediler olarak alt kalemlerine ayırarak GSYH'ye oranları tespit edilmiş, elde edilen bu verilerin reel döviz kuru ile aralarındaki ilişkiler de bu çalışma kapsamında ele alınmıştır. Yapılan analiz sonuçları, kısa vadeli sermaye hareketleri olarak tanımlanan portföy yatırımları ve bankaların sağladığı krediler ile reel döviz kurunun "sapma" bileşeni arasında anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Öte yandan, uzun vadeli sermaye hareketi olarak tanımlanan doğrudan yabancı yatırımların reel döviz kurunun "sapma" bileşeni ile istatistiksel olarak anlamsız olduğu, "trend" bileşeni ile oluşturulan modelin açıklayıcılık derecesinin daha yüksek olduğu ancak, reel döviz kurunun her iki bileşeninin de doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde belirleyici olmadığı anlaşılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre sermaye hareketlerindeki değişimlerin reel döviz kuru üzerindeki etkilerinin oldukça sınırlı olduğu anlaşılmaktadır.

ii. Senaryolar ve Tahminler

Bu analizlerden elde edilen bulgular kullanılarak, önümüzdeki dönemde Fed'in çıkış stratejisinin tamamlanması ve gelişmiş ülkelerde olası bir faiz artırım sürecinin başlaması durumunda, Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin nasıl bir seyir izleyeceği ve bunun iktisadi göstergeler üzerindeki etkilerinin ne ölçüde olacağını belirlemek hedeflenmiştir. Bunun için oluşturulan modeller 2 ayrı senaryo kapsamında değerlendirilmiştir.

Birinci senaryo kapsamında 2015 yılının ilk yarısında Fed'in faiz artıracığı varsayılmış ve söz konusu artışın 2018 yılına kadar kademeli olarak oldukça sınırlı gerçekleşeceği öngörülmüştür. **İkinci senaryoda** ise önümüzdeki dönemde ABD'de ekonomik göstergelerin daha olumlu bir görünüm sergileyeceği ve faiz artırım kararının ardından izlenen politikalar çerçevesinde faizlerin 2016 yılının ortasından itibaren kriz öncesi dönemdeki seviyelerine yükseleceği tahmin edilmiştir. Söz konusu senaryolardan elde edilen bulgular çerçevesinde VAR modelinden elde edilen etki-tepki fonksiyonlarının katsayıları kullanılarak Türkiye'nin 2014-2018 dönemine ilişkin büyüme oranları, faiz oranları ile sermaye hareketlerinin hızları tahmin edilmiştir.

Tablo 7. Senaryolar / ABD 2 Yıl Vadeli Tahvil Faizleri (%)

	Senaryo 1	Senaryo 2
2014	0,50	0,80
2015	1,00	2,00
2016	1,50	3,00
2017	2,00	3,50
2018	2,50	4,00

Oluşturulan senaryolardan elde edilen büyüme tahminlerine göre 2014-2018 döneminde Türkiye'nin genel olarak %3-4,3 aralığında bir büyüme performansı sergilemesi beklenmektedir. Tahmin döneminde Türkiye'de portföy yatırımlarının GSYH'ye oranının %2-3 aralığında seyredeceği, büyüme ile ilişkisi daha yüksek olduğu belirlenen diğer yatırımların GSYH'ye oranının ise bu dönemde %2,8-3,8 düzeyinde olacağı öngörülmektedir. Genel olarak finansal sistemdeki volatiliteye duyarlılığı düşük olan doğrudan yatırımların GSYH'ye oranının ise 2014-2018 döneminde ortalama %1,2 düzeyinde olacağı tahmin edilmektedir.

Söz konusu tahminlerin altında yatan senaryolarda dışsal değişken olarak belirlenen ABD faizlerinin yukarı yönlü seyri ABD ekonomisindeki toparlanmaya, bu doğrultuda küresel ekonomide genel olarak olumlu bir görünüme işaret etmektedir. Bu çerçevede, başta Euro Alanı ülkeleri olmak üzere, Türkiye'nin gelişmiş ülkelere yönelik dış ticaretinde söz konusu dönemde artış gözlenmesi beklenmektedir.

Sermaye hareketlerindeki değişimler gelişmekte olan ülke ekonomilerini yerel para birimleri üzerinden dış ticaret kanalıyla da etkileyebilmektedir. Ancak, bu tahminler oluşturulurken sadece sermaye hareketlerinin etkisi dikkate alınmış ve dış ticaret göstergelerinin büyüme üzerindeki etkileri analiz dışında bırakılmıştır. Dolayısıyla, model sonuçlarına göre ABD'de ekonomik büyümenin daha güçlü bir performans sergilemesi Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmakta, bu durum da büyüme hızını sınırlandırmaktadır.

Tablo 8. Model Tahminleri

Senaryo 1	Doğrudan Yatırımlar*	Portföy Yatırımları*	Diğer Yatırımlar*	Toplam Yatırımlar*	GSYH (% değişim)
2012	1,16	5,19	2,34	8,69	2,10
2013	1,19	2,89	4,65	8,73	4,00
2014	1,17	2,00	2,75	5,90	3,00
2015	1,18	2,10	3,00	6,28	3,50
2016	1,22	2,70	3,40	7,32	3,90
2017	1,25	2,75	3,50	7,50	4,00
2018	1,30	2,90	3,80	8,00	4,30

Senaryo 2	Doğrudan Yatırımlar*	Portföy Yatırımları*	Diğer Yatırımlar*	Toplam Yatırımlar*	GSYH (% değişim)
2012	1,16	5,19	2,34	8,69	1,64
2013	1,19	2,89	4,65	8,73	3,86
2014	1,17	2,00	2,75	5,90	3,00
2015	1,10	2,00	2,90	6,00	3,20
2016	1,00	2,20	3,10	6,30	3,40
2017	1,10	2,35	3,20	6,65	3,50
2018	1,20	2,20	3,30	6,70	3,80

(*) USD cinsi GSYH'ye % oranlarıdır.

Genel Değerlendirme ve Sonuç

Küresel piyasalarda finansal bütünleşmenin gelişmesiyle birlikte sermaye hareketlerinde gözlenen canlanmanın gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkileri yeniden küresel piyasaların gündeminde kendine yer bulmuştur. Sermaye hareketlerinin seyri, gelişmekte olan ülkelerde sadece ekonomik göstergeler değil bu ülkelere yönelik risk algısı üzerinde de belirleyici olmaktadır. Bu doğrultuda, sermaye hareketlerinde volatilitenin artış kaydetmesi gelişmekte olan ülkelerde kısa ve orta vadede hem finansal hem de reel sektörü etkilerken uzun vadede söz konusu ülkelerin büyüme performansları üzerinde de etkili olabilmektedir.

Çalışmadan elde edilen bulgular uzun vadeli sermaye hareketi olarak tanımlanan doğrudan yabancı yatırımların Türkiye'nin reel döviz kuru üzerinde etkili olmadığına işaret etmektedir. Bu sonuçta 2008 krizinin ardından sadece Türkiye'ye değil, diğer gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yatırımların da küresel ölçekte zayıf bir görünüm sergilemesinin etkili olduğu düşünülmektedir. Öte yandan, yapılan analiz sonuçları kısa vadeli sermaye hareketi olarak tanımlanan portföy yatırımları ile bankaların sağladığı kredilerde gözlenecek değişimlerin reel döviz kuru üzerinde sınırlı da olsa etkili olduğunu ancak, söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin ters yönlü geçerli olmadığını göstermektedir.

Türkiye'nin 2005-2013 dönemine ait aylık verileri ile yapılan analiz sonuçları, çalışma döneminde Türkiye'nin büyüme performansının sermaye hareketleri üzerinde belirgin şekilde etkili olmadığını göstermektedir. GSYH ile oranlanan sermaye hareketleri göstergelerinin büyüme verileri ile ilişkilerinin sınırlı kalmasında, 2008 yılında yaşanan finansal krizin sermaye hareketleri üzerindeki olumsuz etkisi ve sonraki dönemde gelişmekte olan ülkelerde büyümenin ivme kazanmasının belirleyici olduğu düşünülmektedir. Nitekim, sermaye hareketlerinin hızla ivme kaybettiği ve gelişmekte olan ülkelerde daralmanın gözlemlendiği kriz döneminin ardından gelişmekte olan ülkelere göreli getirilerin yüksek olması sermaye hareketlerinin ivme kazanmasına neden olmuştur. Bu çerçevede yapılan analiz sonuçları da iktisadi faaliyete yönelik göstergelerin sermaye hareketleri üzerinde etkili olmadığına ancak, analiz edilen dönemde sermaye hareketlerindeki ivmelenmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin göreli olarak daha yüksek olduğuna işaret etmektedir.

Sermaye hareketlerinin seyrinde yatırımcıların getiri motivasyonunun etkili olduğu göz önüne alındığında, Türkiye ile gelişmiş ülke faiz hadlerinin farkının yükseldiği dönemlerde sermaye hareketlerinin ivme kazanması beklenmektedir. Ancak, 2005 öncesi dönemde Türkiye'nin faiz hadlerinin diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla yüksek olması, analiz döneminde Türkiye ile gelişmiş ülkelerin faiz oranları arasındaki farkın hızla gerilemesine rağmen sermaye hareketlerinin ivme kazanmasına neden olmuştur. Bu çerçevede, ülke bazında yapılacak değerlendirmelerde göreli faiz farklarının etkili olduğu düşünülmektedir. Söz konusu göreli faiz farklarının seviyeleri ise ülkelerin gerek siyasi, gerekse ekonomik yapılarına göre farklılık göstermektedir. Bu kapsamda değerlendirildiğinde sermaye hareketlerinin belirleyicisi olarak bu çalışmada ele alınan, iktisadi faaliyet, faiz ve risk göstergelerinin sermaye hareketleri üzerindeki etkilerinin tam olarak belirlenebilmesi için ülkelerin iktisadi, siyasi ve sosyo-kültürel yapılarına ilişkin göstergelerin de belirlenerek analiz edilmesi gerekmektedir.

Kaynaklar

- Babaoğlu, D. (2005). Sermaye Akımlarının Yönetimi: Türkiye'ye İlişkin Bir Değerlendirme. Ankara, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Uzman Yeterlilik Tezi
- İnandım, Ş. (2005). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği. Ankara, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Uzman Yeterlilik Tezi
- Dünya Bankası. (2014) Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu, Ocak 2014 "Global Economic Prospects - January 2014, <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>"
- Kaya, Y. (1998). Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.
- Laeven, L. & Valencia, F. (2008). Systemic Banking Crises: A New Database. IMF, Working Paper WP/08/224
- Özbek, L., Özlale, Ü. ve Öztürk, F. (2003). Employing Extended Kalman Filter in a Simple Macroeconomic Model.
- Uluslararası Finans Enstitüsü. (2014). Küresel Ekonomik Görünüm "IIF - Global Economic Monitor February 2014"
- Uygur, E. (2005). Bölgesel Gelişme Stratejileri ve Akdeniz Ekonomisi. Türkiye Ekonomi Kurumu Yayınları, Ankara.
- Yentürk, N. (1999). Short - Term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Structure: Turkey in the 1990s.



YASAL UYARI

Bu rapor Bankamız uzmanları tarafından güvenilir olduğuna inanılan kamuya açık kaynaklardan elde edilen bilgiler kullanılmak suretiyle, sadece bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde finansal enstrümanların alım veya satımı konusunda tavsiye veya finansal danışmanlık hizmeti sağlanması olarak yorumlanmamalıdır. Bu raporda yer verilen görüş ve değerlendirmeler, hiçbir şekilde Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin kurumsal yaklaşımını yansıtmamakta olup, raporu kaleme alan uzmanların kişisel görüş ve değerlendirmeleridir. Türkiye İş Bankası A.Ş. bu raporda yer alan bilgi, görüş ve değerlendirmelerin doğru, değişmez ve eksiksiz olması konusunda herhangi bir şekilde garanti vermemektedir. Türkiye İş Bankası A.Ş. bu raporda yer alan bilgilerde herhangi bir bildirimde bulunmaksızın değişiklik yapma hakkına sahiptir. Bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan Türkiye İş Bankası A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir.

İşbu rapor üzerinde Bankamızın telif hakkı olup, Bankamızın yazılı izni alınmaksızın herhangi bir kişi tarafından, herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya yayımlanamaz. Tüm haklarımız saklıdır.
