KISA VADELİ YABANCI SERMAYE AKIMLARI VE EKONOMİK BÜYÜME: YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ ÜZERİNE BİR İNCELEME

Short-Term Foreign Capital Flows and Economic Growth: An Investigation on Emerging Market Economies

Gönderim Tarihi: 02.06.2017
Kabul Tarihi: 23.10.2017

Ömer Faruk BİÇEN*

ÖZ: Çalışmada, 2004-2014 döneminde dışa açıklık seviyesi düşük ve dışa açıklık seviyesi yüksek olarak gruplandırılan toplam 26 yükselen piyasa ekonomisi için kısa vadeli sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki ampirik olarak incelenmiştir. Bu ilişkinin incelenmesinde, otoregresif panel veri tahmincilerinden Arellano ve Bover / Blundell ve Bond tarafından geliştirilen Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi kullanılmıştır. 2004-2014 dönemi incelendiğinde, bu dönemde her iki ülke grubunda kısa vadeli sermaye akımlarının gayri safi yurtiçi hasıladaki payında meydana gelen artışın ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen sonuçlar, kısa vadeli sermaye hareketlerine ilişkin argümanla ve literatürdeki çalışmalarla da paralellik göstermektedir. Buna göre, kısa vadeli sermaye girişleri ekonomik büyüme üzerinde bir canlılık meydana getirirken, kısa vadeli sermayenin ülkeleri terk etmesi ise durgunluğa ve finansal krizlere yol açmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Kısa Vadeli Sermaye Akımları, İktisadi Büyüme, Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi.

ABSTRACT: In paper, the relationship between short-term foreign capital flows and economic growth is empirically investigated for the total 26 emerging market economies that are classified as the lower opening level and the higher opening level at 2004-2014 period. In investigating this relationship, System Generalized Method of Moments, which is one of autoregressive panel data estimators and produced by Arellano and Bover / Blundell

[1] Bu çalışma, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Programı'nda tamamlanan "Küreselleşme Sürecinde Yükselen Piyasa Ekonomilerine Yönelik Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Girişleri ve İktisadi Büyüme İlişkisinin Analizi" adlı doktora tezinden türetilmiştir.

* Arş. Gör. Dr., Balıkesir Üniversitesi/İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi/İktisat Bölümü/İktisadi Gelişme ve Uluslararası İktisat Anabilim Dalı, ofbicen@balikesir.edu.tr, ORCID ID: orcid.org/0000-0003-1021-5198.

and Bond is used. When investigated 2004-2014 period, it is maked out that the rise in the share of short-term capital flows into gross domestic product positively affects economic growth for both of country group on this period. The results obtained are paralleled the argument about short-term capital flows and the literature. Accordingly, short-term capital outflows in case cause the recession and the financial crisis, whereas short-term capital inflows cause booming on economic growth.

Keywords: Short-Term Capital Flows, Economic Growth, System Generalized Method of Moments.

GİRİŞ

Dünya'da bilgi ve iletişim teknolojilerinde 1980'li yıllardan itibaren yaşanan gelişmeler ülkeleri, ekonomi başta olmak üzere; siyasi, sosyal ve kültürel anlamda birbirine daha çok yakınlaştırmıştır. Bu durum, dünya üzerinde ülkeler arasındaki etkileşimin artmasına, mal, hizmet, sermaye akımlarının çoğalmasına yol açmış ve ülkeler arasındaki artan etkileşim "küreselleşme" olarak ifade edilmiştir. İçinde bulunulan küreselleşme evresi 30 yıldan fazla bir süredir bir takım ülkelere fayda sağlarken, diğer ülkelere ise sağladığı faydadan çok yol açtığı zararlar ve külfetle anılmaktadır.

Özellikle, 1980 sonrası süreçte dünya ekonomisinde hakim görüş olan Neoliberalizm, 1989 yılındaki Washington Konsensüsü ile birlikte dünyadaki bütün devletler için küreselleşmenin kaçınılmaz olduğunu ifade etmiştir. Washington Konsensüsü genel olarak; piyasalara yönelik devlet müdahalesi ve regülasyonların kaldırılmasını, esnek döviz kuru sistemini ve yabancı sermayenin serbest dolaşımını içeren on maddelik politika önerisidir.

Gelişmekte olan ülkeler arasında yüksek büyüme potansiyeline, dengeli bir ekonomik yapıya, geniş bir pazara ve yabancı sermaye için kârlı bir yatırım ortamına sahip olan bazı ülkeler "Yükselen Piyasa Ekonomileri" olarak ifade edilmişlerdir. Hangi ülkelerin yükselen piyasa ekonomileri olarak tanımlanacaklarına ilişkin olarak literatürde tam bir uzlaşma olmasa bile, bu ülke grubunun en önemli özelliği küreselleşmenin gerekliliklerine tam olarak uymalarıdır.

Yükselen piyasa ekonomileri genel olarak yüksek büyüme potansiyeline sahip olmakla birlikte, yüksek bir büyüme hızına ulaşabilmek için yabancı fonlara ihtiyaç duymaktadır. Fakat yükselen piyasaların çoğunda, uzun vadeli yabancı doğrudan yatırımların yerine daha çok portföy yatırımları ve kısa vadeli spekülatif nitelikteki sermaye girişlerinin olduğu görülmektedir. Bu duruma yol açan en önemli gelişme ise; 1980'li yıllarda ABD ve Japonya'daki spekülatif

hareketlerin etkisiyle 1985 ve 1987 yıllarında sırasıyla New York ve Tokyo borsalarında yaşanan çöküştür (Roubini ve Mihm, 2012: 34-35). Ancak, New York ve Tokyo borsalarındaki çöküş gelişmekte olan ülkelere yansımamıştır. Bu durum, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye piyasalarının birbiriyle bağlantılı olmadığı gerçeğini ortaya çıkarmış ve gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru yoğun bir sermaye akımını tetiklemiştir (Kazgan, 2009: 206).

Ülkeler arasındaki faiz farklarından veya beklenen kur değişimlerinden kısa dönemli kazançlar elde etmek için bir ülkeden diğerine yönelen kısa vadeli fonlar, ülkelere girdiklerinde ülke ekonomisini belli bir süre canlandırmakta, fakat likiditeleri yüksek olduğundan dolayı en küçük bir ekonomik veya siyasi istikrarsızlık durumunda ülkeleri hızla terk etmektedir. 1990'lı yıllarda pek çok yükselen piyasa ekonomisinde görülen krizlerin en önemli sebebi, ülkeleri hızla terk eden kısa vadeli spekülatif nitelikteki fon hareketleri olmuştur. 1990'lı yıllarda önce Meksika, daha sonra Arjantin, Türkiye, Tayland, Güney Kore, Malezya, Hong-Kong, Rusya, Brezilya, ardından 2000'li yılların başında yine Türkiye ve Arjantin'de görülen krizler büyük ölçüde kısa vadeli sermaye çıkışı sonunda yaşanmış ve etkileri reel ekonomi üzerinde de görülmüştür. Ancak bunun yanında, 1997 yılındaki Asya Krizi'nden Çin'in etkilenmemesindeki en önemli sebep, kısa vadeli sermaye girişleri üzerinde denetim kurmasıdır (Kazgan, 2009: 223). Krize giren ülkeler ise Çin'in aksine artan ölçüde kısa vadeli sermaye girişlerine maruz kalmış ve tasarruf oranlarının düşük olması nedeniyle de ekonomik büyümelerini kısa vadeli yabancı sermaye girişleriyle finanse eder duruma gelmişlerdir.

Bu çalışmada da yukarıda bahsedilen hususlara paralel olarak, özellikle 1990'lı yılların başından itibaren kısa vadeli spekülatif kazanç elde etme hedefiyle yükselen piyasa ekonomilerine yönelen kısa vadeli fonların, 2008 Küresel Finans Krizi döneminde yükselen piyasa ekonomilerinin büyüme düzeyleri üzerindeki etkilerinin incelenmesi amaçlanmaktadır. Bu kapsamda giriş bölümünü izleyen ikinci bölüm, konuya ilişkin literatür incelemesine ayrılırken, üçüncü bölümde ise, ampirik modele ilişkin veri seti ve yöntem üzerinde durulmuştur. Son bölümde ise, Yükselen Piyasa Ekonomilerine yönelik net kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi ne yönde ve ne ölçüde etkilediği Otoregresif Panel Veri Modelleri yardımıyla belirlenmiş ve elde edilen bulgulara ilişkin değerlendirmeler yapılmıştır.

LİTERATÜR ÖZETİ

İktisat literatürü incelendiğinde, sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme başta olmak üzere çeşitli makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini inceleyen çok sayıda teorik ve ampirik çalışmanın yapıldığı görülmektedir. Bu

tür çalışmaların içerisinde özellikle kısa vadeli sermaye akımlarının büyüme üzerindeki etkisini inceleyen çalışmaların az sayıda olduğu dikkatten kaçmamaktadır. Bunun temel sebepleri arasında, kısa vadeli sermaye akımlarının ölçülmesine ilişkin veri yetersizlikleri, kapsamının oldukça geniş olması, kısa vadeli sermaye için belirli bir tanım üzerinde uzlaşı sağlanamamış olması ve genel olarak değerlendirildiğinde 1990 sonrası süreci kapsayan oldukça yeni bir olgu olması gibi sebepler sayılabilmektedir.

1980 sonrası süreçte Neoliberal politikaların güç kazanmasıyla birlikte, tüm ekonomik yapıda olduğu gibi sermaye hareketlerinin serbestleşmesi de gündemin en üst sıralarında kendine yer bulmuştur. Pek çok iktisatçı tarafından da serbest sermaye hareketlerinin refah düzeyini ciddi ölçüde arttıracağı yönünde çalışmalar yapılmıştır. Bu iktisatçılardan bir tanesi de Stanley Fischer'dir. Fischer'e göre; sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi neticesinde küresel ekonominin etkinlik düzeyi artacak, dünyadaki tasarruflar daha verimli kullanılabilecekleri alanlara tahsis edilecek ve bunun sonucunda da sosyal refah seviyesi artacaktır (Singh, 2003: 195).

1990'lı yıllardan itibaren yükselen piyasa ekonomilerinde ard arda yaşanan kriz dönemleri serbest sermaye hareketlerinin, özellikle de kısa vadeli sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerini gözler önüne sermiştir. Fakat, 1980'li yılların sonlarından itibaren gündemde olan konu, sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkeler için tasarruf eksikliğini giderme yönünde olumlu etkileridir. Hatta, Claessens, Dooley ve Warner (1995) tarafından yapılan çalışmaya göre; kısa vadeli sermaye hareketlerinin 1970'li yılların sonundan 1990'lı yılların başına kadar olan dönemde analize dahil edilen ülkelerde[2] volatilitesinin düşük olduğuna dair kanıtlar sunulmuştur.

Bu kısımda, kısa vadeli sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen bazı ampirik çalışmaların sonuçları, bu çalışmaya da ışık tutması amacıyla özetlenmiştir. Yabancı literatür incelendiğinde, bu alana yönelik ilk çalışmalardan biri Gustav F. Papanek tarafından yapılmıştır. Papanek (1973), 85 ülkenin verilerinden hareketle 1950-1970 döneminde dış yardımlar, yabancı özel kesim yatırımları, tasarruflar ve büyüme arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında, kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeleri terk etmesiyle birlikte ekonomik büyümenin negatif olacağı ve aynı zamanda bütçe açığı sorununun ortaya çıkacağını ortaya koymuştur.

Soto (2000), 44 gelişmekte olan ülke için 1986-1997 döneminde farklı türdeki özel sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi dinamik panel veri yöntemiyle analiz etmiştir. Kısa vadeli borç biçiminde ülkelere yönelen

[2] Bu ülkeler, Arjantin, Brezilya, Fransa, Almanya, Endonezya, Japonya, Güney Kore, Meksika, Birleşik Krallık ve ABD'dir (Claessens etc., 1995: 160-161).

sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişkinin bulunduğu çalışmada, bankacılık sektörünün kapitalizasyonu da modele dahil edildiğinde aynı sermaye türüyle ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkiye ulaşılmıştır. Raisen ve Soto (2001), 1986-1997 yılları arasında 44 ülke için farklı türdeki sermaye akımlarıyla ekonomik büyüme ilişkisini inceledikleri çalışmalarında, banka kredileri şeklinde ülkeye giriş yapan kısa vadeli sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Fakat, Soto (2000)'nun çalışmasında olduğu gibi bankaların kapitalizasyonu da modele dahil edildiğinde, kısa vadeli sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki pozitif olmaktadır.

Bharumshah ve Thanoon (2006) yapmış oldukları çalışmalarında, 1982-2001 döneminde sekiz Doğu Asya ülkesi için uzun ve kısa vadeli sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Dinamik EKK yöntemine göre elde edilen kısa ve uzun dönem sonuçlarına bağlı olarak, borç şeklinde ülkeye giren kısa vadeli sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasında negatif bir ilişki bulunduğunu ortaya koymuşlardır. Choong vd. (2010) 1988-2002 döneminde 32 gelişmekte olan ülke ile birlikte 19 gelişmiş ülke için doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve dış borçların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmalarında, özellikle kısa vadeli dış borç şeklindeki sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Fakat ülkelerin sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyleri belirli bir eşik değeri üzerine çıktığında, kısa vadeli borçlanma biçimindeki sermaye hareketlerinin büyüme üzerinde pozitif bir etki doğuracağı da belirtilmiştir.

Yabancı çalışmalar içerisinde son olarak ise, Aizenman vd. (2013) yaptıkları çalışmalarında, yükselen piyasa ekonomilerinin küresel finansal sisteme daha da entegre oldukları 1990-2010 döneminde 100 ülke için bazı sermaye türleriyle ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Diğer sermaye türlerinin içerisinde kısa vadeli dış borç biçimindeki sermaye akımları, 2008 kriz dönemi öncesinde ekonomik büyüme üzerinde herhangi anlamlı bir etki doğurmazken, 2008 krizinin başladığı süreçle birlikte ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etki doğurduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye'deki literatür incelendiğinde ise ilk olarak Kula (2003), 1980-2000 döneminde Türkiye ekonomisi için farklı sermaye türleriyle ekonomik büyüme arasındaki korelasyon ilişkilerini incelemiştir. Elde edilen sonuçlara göre; kısa vadeli sermaye akımlarıyla ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. İnsel ve Sungur (2003), 1989-1999 döneminde Türkiye'ye giriş yapan kısa vadeli sermaye akımlarının GSYH üzerindeki etkisini analiz ettikleri çalışmalarında, kısa vadeli sermaye girişlerinin GSYH

düzeyini pozitif yönde etkilediği, bunun yanında kısa vadeli sermaye akımlarının tersine döndüğünde ise GSYH düzeyinin bu durumdan olumsuz etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır.

Göksu (2005), Türkiye ekonomisi için 1991-2004 döneminde çeyreklik verilerden hareketle kısa vadeli sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Elde edilen sonuçlar, kısa vadeli yabancı sermaye ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu, kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini göstermektedir. Bunun yanında ekonomiye yönelik spekülasyonların başladığı ortamda ise kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri tersine dönmekte, büyüme azalmakta ve ekonomik krizler ortaya çıkmaktadır. Şimşek (2007), kısa vadeli sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1992-2005 döneminde Türkiye ekonomisi için incelemiştir. Ulaşılan sonuçlara göre; kısa vadeli sermaye girişlerinin olduğu dönemde ekonomik büyüme sağlanmıştır. Ancak, sermaye çıkışının yaşandığı 1994 ve 2001 krizi dönemlerinde ekonomik büyüme olumsuz etkilenmiştir.

Karaca ve Abasız (2007), 1980-2005 dönemi için 25 gelişmekte olan ülkeye yönelik sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini panel veri yöntemiyle analiz ettikleri çalışmalarında, düşük, orta ve yüksek gelir grubunda bulunan ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye ulaşılamamıştır. Bunun yanında, ülkeler arasında coğrafi bir ayrım yapıldığında, Afrika ve Amerika kıtasında bulunan ülkelerde yine anlamlı bir ilişki bulunamazken, Asya kıtasında yer alan ülkelerde kısa vadeli sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi negatif olarak etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Vergil ve Karaca (2010) Panel veri analizi yardımıyla 25 ülkeye yönelik 1980-2005 döneminde giriş yapan uluslararası sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini analiz ettikleri çalışmalarında, kısa vadeli sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Buna göre gelişmekte olan ülkeler, istikrarlı bir ekonomik büyüme sürecine girebilmeleri için belirli yasal düzenlemeler ile kısa vadeli sermaye akımlarını kontrol altına almalıdırlar.

Yıldırım ve Taştan (2012) 1992 yılının Ocak ayı ile 2008 yılının Ağustos ayı arasındaki dönemde aylık verilerden hareketle Türkiye ekonomisinde farklı türdeki sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ampirik olarak analiz etmişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre; kısa vadeli borçlanmaya yönelik yabancı sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır.

Son olarak Aslan vd. (2014), Türkiye ekonomisi için 1998-2011 yılları arasında çeyreklik verilerden hareketle kısa vadeli sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Granger nedensellik testinin kullanıldığı çalışmanın sonucunda kısa vadeli sermaye akımlarından GSYH'ye doğru tek yönlü bir nedensellik bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yani, kısa vadeli sermaye akımlarının GSYH üzerinde etkisi vardır ve alınacak makro ekonomik kararlarda mutlaka bu tür sermaye akımlarının da dikakte alınması gerekmektedir.

VERİ SETİ, MODEL VE YÖNTEM

Çalışmada, yükselen piyasa ekonomileri temelinde kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri ampirik olarak analiz edilmektedir. Bu kapsamda 2004-2014 dönemi analiz için tercih edilmiştir. Bu dönem, 2008 yılında ABD eksenli Mortgage piyasası kaynaklı küresel kriz neticesinde gelişmiş ülkelerin ekonomik durgunluk sürecine girdikleri ve kısa vadeli sermaye akımlarının ise yoğun olarak yükselen piyasa ekonomilerine yöneldiği bir süreci ortaya çıkarmıştır.

Yapılan araştırmalar sonucunda, belirli kurumların yükselen piyasa tanımlamalarına ve bazı ampirik çalışmaların örneklemlerine bağlı kalınarak toplamda 59 ülkenin yükselen piyasa ekonomisi olarak değerlendirildiği belirlenmiştir[3]. Ancak, veri yetersizliği nedeniyle çalışmanın örneklemini 26 yükselen piyasa ekonomisi oluşturmaktadır. Bu ülkeler Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1: Çalışmanın Örneklemini Oluşturan Ülkeler

Bangladeş	Fas	Meksika	Tayland
Brezilya	Filipinler	Mısır	Tunus
Bulgaristan	Hindistan	Nijerya	Türkiye
Çin	Kazakistan	Pakistan	Ukrayna
Dominik Cumhuriyeti	Kolombiya	Peru	Ürdün
Ekvador	Kosta Rika	Romanya	Vietnam
Endonezya	Malezya		

Çalışmaya ilişkin model ve değişkenlerin belirlenmesi sürecinde Soto (2000), Choong vd. (2010), Vo (2010), Karaca ve Abasız (2007) ve Vergil ve Karaca (2010) tarafından yapılan çalışmalar üzerinde durulmuştur. Veri seti Dünya Bankası veri tabanı aracılığıyla oluşturulmuştur. Çalışmada kullanılan değişkenler ile bu değişkenlerin açıklamaları ve kaynaklarına yönelik bilgiler Tablo 2'de yer almaktadır.

[3] Ülkeler, kurumlara ve ampirik çalışmalara göre ayrıntılı olarak Ek Tablo'da yer almaktadır.

Tablo 2: Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Değişken	Açıklama	Kaynak	Seri Numarası
Ekonomik Büyüme (Y)	Kişi Başına Düşen Reel Milli Gelir (2005 Fiyatlarıyla)	World Bank (2016b), World Development Indicators, GDP per Capita (constant 2005 US$)	NY.GDP.PCAP.KD
Kısa Vadeli Sermaye Hareketi (SRCF)	Net Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının GSYH'deki Payı	World Bank (2016e), World Development Indicators, Net Flows on External Debt, Short-Term (US$)	DT.NFL.DSTC.CD
Yatırımlar (INV)	Yatırımların GSYH'deki Payı	World Bank (2016d), World Development Indicators, Gross Capital Formation (% of GDP)	NE.GDI.TOTL.ZS
Kamu Kesiminin Ekonomideki Ağırlığı (GOV)	Kamu Kesimi Nihai Tüketim Harcamalarının GSYH'deki Payı	World Bank (2016c), World Development Indicators, General Government Final Consumption Expenditure (% of GDP)	NE.CON.GOVT.ZS

Çalışmada birim sayısının 26 olması ve 2004-2014 döneminin analiz dönemi olarak seçilmesi nedeniyle panel veri analizinin kullanılması uygun olmaktadır. Panel veri analizi yöntemlerinden dinamik panel veri analizi üzerinde durulmaktadır. Dinamik panel veri analizi, bağımlı değişkenin bir gecikmeli değerinin bağımsız değişken olarak modele dahil edildiği "otoregresif panel veri analizi" ve bağımsız değişkenlerin gecikmeli değerlerinin yine modelde bağımsız değişken olarak yer aldığı "gecikmesi dağıtılmış panel veri analizi" olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Çalışmada, ekonomik büyüme değişkeninin geçmiş değerinin büyümeyi ne yönde etkileyeceğini de göstermesi bakımından otoregresif panel veri analizi tercih edilmiştir. Otoregresif panel veri analizi çerçevesinde tahmin edilecek model aşağıdaki gibidir.

$$Y_{it} = \alpha_1 Y_{it-1} + \alpha_2 SRCF_{it} + \alpha_3 INV_{it} + v_{it} \quad (1)$$

Denklem 1'deki Y_{it}, i. birimin t dönemindeki kişi başına düşen reel GSYH'sini, Y_{it-1}, i. birimin t-1 dönemindeki kişi başına düşen reel GSYH'sini, $SRCF_{it}$, i. birimin t dönemindeki kısa vadeli sermaye akımlarının GSYH içerisindeki payını, INV_{it}, i. birimin t döneminde yatırımlarının GSYH içerisindeki payını göstermektedir. V_{it} ise, hata terimidir. Bu model bundan sonraki süreçte "Model 1" olarak ifade edilecektir. Soto (2000), Choong vd. (2010), Vo (2010), Karaca ve Abasız (2007) ve Vergil ve Karaca (2010)'nın çalışmaları incelendiğinde, ayrıca çalışmalarda büyüme modeli değişkenlerinin yanında kontrol değişkenlerinde kullanıldığı görülmüştür. Ülkelerin dışa açıklık düzeyi, kamu kesiminin ekonomideki ağırlığı gibi faktörler hem ekonomiyi hem de sermaye hareketle-

rini etkileyebilmektedir. Buna bağlı olarak, Model 1'in yanında Model 2 oluşturulmuştur. Model 2 de Denklem 2 yardımıyla gösterilmektedir.

$$Y_{it} = \beta_1 Y_{it-1} + \beta_2 SRCF_{it} + \beta_3 INV_{it} + \beta_4 GOV_{it} + e_{it} \quad (2)$$

Model 2'de kamu kesiminin ekonomideki ağırlığının Model 1 üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmadığının belirlenmesi amaçlanmaktadır. Model 2'de GOV_{it}, i. birimin t dönemindeki kamu nihai tüketim harcamalarının GSYH içerisindeki payını göstermektedir. e_{it} ise, hata terimidir.

Tablo 3: Ülkelerin Ortalama Dışa Açıklık Düzeyleri[4]

Dışa Açıklık Düzeyi Yüksek Olan Ülkeler		Dışa Açıklık Düzeyi Düşük Olan Ülkeler	
Ülke	**Dışa Açıklık Oranı**	**Ülke**	**Dışa Açıklık Oranı**
Malezya	181,8	Nijerya	57,6
Ürdün	123,3	Endonezya	57,0
Vietnam	119,6	Ekvador	53,1
Tayland	114,6	Meksika	52,1
Bulgaristan	101,0	Mısır	49,6
Ukrayna	95,6	Türkiye	47,9
Tunus	92,7	Çin	44,7
Kosta Rika	87,3	Peru	40,9
Kazakistan	86,0	Kolombiya	35,8
Filipinler	84,2	Hindistan	35,1
Dominik Cum.	70,1	Pakistan	33,7
Romanya	69,2	Bangladeş	33,3
Fas	65,5	Brezilya	23,0

Kaynak: World Bank. (2016a). World Development Indicators. 11 Nisan 2016 tarihinde http://databank.worldbank.org/data adresinden erişildi.

Çalışmada ülkeler arasında ayrım yapılmış; dışa açıklık düzeyinin yüksek ve düşük olmasına göre ülkeler iki gruba ayrılmıştır. Tablo 3'te de görüldüğü gibi, örneklem ülkeler dışa açıklık düzeyi yüksek olan ülkeler ve dışa açıklık düzeyi düşük olan ülkeler olarak iki grupta incelenmektedir. Burada, örneklem gruplarına ayrılan ülkeler için otoregresif panel veri analizi yardımıyla kısa vadeli sermaye akımları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenecek ve ülke grupları arasında karşılaştırma yapılacaktır.

Panel veri literatüründe otoregresif panel veri analizine ilişkin çok sayıda tahminci bulunmaktadır. Bu tahmincilerden bazıları; Havuzlanmış En Küçük Kareler (EKK), Balestra ve Nerlove (1966) İki Aşamalı EKK, Anderson ve Hsiao (1982), Arellano ve Bond (1991), Kukla Değişkenli EKK, Arellano ve Bover (1995) ile Blundell ve Bond (1998) tahmincileridir. Ancak tahmin için kullanılacak modeller ve veri seti oluşturulduğunda, analiz için birim sayısının yıl

[4] Dışa açıklık düzeylerinin belirlenmesinde tez çalışmasına paralel olarak her bir ülkenin 1992-2014 dönemindeki ortalama (İthalat+İhracat)/GSYH verileri dikkate alınmıştır.

sayısından büyük olduğu göze çarpmaktadır[5] (N > T). Bu koşula bağlı olarak, tahminciler arasından kısa vadeli sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik en etkin sonuçları sunabilecek tahmincinin seçilmesi gerekmektedir.

Tahminciler incelendiğinde Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilen tahmincilerin diğer tahmincilere göre belirli üstünlükleri bulunmaktadır. Arellano ve Bover tarafından 1995 yılında yayınlanan "Another Look at The Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models" isimli çalışmalarında, Arellano ve Bond (1991) tahmincisinde birim etkinin varyansının hata teriminin varyansına oranı yüksek olması ve modellerdeki dönem sayısının (T) küçük olması nedeniyle birinci fark dönüşümünün zayıf kaldığı durumlar için alternatif bir yöntem geliştirmişlerdir. Birinci fark dönüşümünün yerine Arellano ve Bover (1995) tarafından önerilen yöntem "ortogonal sapmalar" yöntemidir. Bu yöntemde cari dönemden bir önceki dönemin farkını almak yerine, değişkenin tüm olası gelecek değerlerinin ortalamasından farkı alınmaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2012: 85-86).

Arellano ve Bover (1995: 31-33) tahmincisi aşağıda gösterilmektedir;

$$y_{it} = \beta' x_{it} + \gamma' f_i + u_{it} \qquad t=1,\ldots,T \quad i=1,\ldots,N \qquad (3)$$
$$u_{it} = \eta_i + \nu_{it}$$

x_{it} ve f_i değişkenlerinin birim etki η_i ile katı dışsal oldukları varsayılmaktadır. Denklem 3'teki eşitlik, vektör formunda da oluşturulabilmektedir.

$$y_i = W_i \delta + u_i \qquad (4)$$

Denklemde yer alan δ ve W_i sırasıyla $\delta = (\beta', \gamma')$ ve $W_i = (X_i, \imath f_i')$'dir. ı birim vektördür. Genel olarak, $E(u_i u_i' \mid w_i)$ matrisi w_i'ye kısıtsız bağımlı olmaktadır.

$$E(u_i u_i' \mid w_i) = E(v_i v_i' \mid w_i) + E(\eta_i^2 \mid w_i) u' = \Omega(w_i) \qquad (5)$$

Arellano ve Bover (1995: 32)'a göre denklem 5'teki eşitlik, sistem dönüşümü kullanılarak denklem 6'daki gibi elde edilmektedir.

$$H = \begin{bmatrix} K \\ T^{-1} \iota' \end{bmatrix} \qquad (6)$$

Denklem 6'da yer alan K, Kı=0 şartını sağlayan rank (T-1)'in herhangi bir (T-1) xT matrisidir. Hata teriminin dönüştürülmüş hali de aşağıdaki gibidir.

[5] 2004-2014 dönemi için birim sayısı 13 iken (Dışa Açıklık Düzeyi Düşük olan 13 ve Dışa Açıklık Düzeyi Yüksek olan 13 ülke ayrı ayrı analiz edilecektir) yıl sayısı ise 11'dir. Yani N > T'dir.

$$u_i^+ Hu_i = \begin{bmatrix} Ku_j \\ \hline u_i \end{bmatrix} \tag{7}$$

Tüm bağımsız değişkenler ilk (T-1). eşitlik için geçerli olan araçlardır. m_i''nin η_i ile korelasyonsuz olan w_i''nin bir alt kümesi olduğu ve m_i''nin boyutunun η'in buyutuna eşit olduğu varsayıldığında tam dönüştürülmüş sistem için geçerli araç değişken matrisi aşağıda gösterilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2012: 86-87; Arellano ve Bover, 1995: 33).

$$M_i = \begin{bmatrix} w_i' & . & . & . & . & 0 \\ . & . & & & & \\ . & & . & & & \\ . & & & . & & \\ . & & & & w_i' & \\ 0 & & & & & m_i' \end{bmatrix} \tag{8}$$

Buradan hareketle denklem 9'daki moment koşuluna bağlı olarak Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) tahmincisi denklem 10'da gösterilmektedir.

$$E(Z_i' Hu_i) = 0 \tag{9}$$

$$\hat{\delta}_{ABOV} = [W'\overline{H}'Z(Z'\overline{H}\hat{\Omega}\overline{H}'Z)^{-1}Z'\overline{H}W]^{-1}W'\overline{H}'Z(Z'\overline{H}\hat{\Omega}\overline{H}'Z)^{-1}Z'\overline{H}y \tag{10}$$

Uygulamada, dönüştürülmüş sistemin kovaryans matrisi $\hat{\Omega}^+ = H\Omega H'$ yerine dirençli olan aşağıdaki tahminci kullanılmaktadır.

$$\hat{\Omega}^+ = \frac{\sum_{i=1}^{N} \hat{u}_i^+ \hat{u}_i^{+\prime}}{N} \tag{11}$$

Sonuç olarak, iki sistemli bir eşitlik kurulmakta ve bu iki sistemli eşitlik birlikte tek bir sistem olarak tahmin edilmektedir. Bu nedenle tahminci Sistem GMM tahmincisi olarak da bilinmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2012: 87).

Blundell ve Bond ise 1998 yılında yayınlamış oldukları "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models" isimli çalışmalarında, otoregresif panel veri modellerinde zaman boyutunun (N>T) küçük olduğu durumda etkin tahmincinin elde edilebilmesi için yararlanılan ekstra moment koşulunun önemini vurgulamışlardır (Yerdelen Tatoğlu, 2012: 87-88; Hsiao, 2003: 147-148). Dışsal değişkeni olmayan ve $E(\mu_i)=0$, $E(u_{it})=0$ ve $E(\mu_i, u_{it})=0$ koşullarını sağlayan otoregresif model aşağıdaki gibi oluşturulabilmektedir.

$$y_{it} = \delta y_{i,t-1} + \mu_i + \nu_{it} \qquad t=1,\ldots,T \quad i=1,\ldots,N \tag{12}$$

Blundell ve Bond, T=3 iken ve sadece $E(y_{i1}\Delta\nu_{i3})=0$ ortogonallik koşulunun olduğu duruma odaklanmıştır. Bu gibi bir durumda tahminciyi elde etmek için öncelikle araç değişken regresyonu elde edilmektedir. Örnek olarak t=2 için, denklem 12'de yer alan eşitliğin her iki tarafından y_{i1} çıkarılmakta ve Δy_{i2}'nin y_{i1} üzerine regresyonu elde edilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2012: 87-88; Hsiao, 2003: 147-148).

$$\Delta y_{i2} = (\delta - 1) y_{i1} + \mu_i + \nu_{i2} \tag{13}$$

$E(y_{i1}\mu_i) > 0$ beklendiği için, (δ-1) yukarıya doğru sapmalı olmaktadır.

$$p\lim(\hat{\delta} - 1) = (\delta - 1)\frac{c}{c + (\sigma_\mu^2 + \sigma_u^2)} \tag{14}$$

Denklem 14'te, c=(1-δ)/(1+δ)'dır Sistem GMM tahmincisinin etkinliği δ 1'e doğru yaklaşırken ve $\sigma_\mu^2 + \sigma_u^2$)'nin büyümesi şartıyla Birinci Fark GMM tahmincisine göre oldukça artmaktadır (Hsiao, 2003: 148).

Kısaca Arellano ve Bover (1995) tahmincisi, otoregresif parametrelerin sayıca çok olduğunda, birim etkilerin varyansının hata teriminin varyansına olan oranının yüksek olduğunda zayıf olan Arellano ve Bond (1991) tahmincisine göre daha üstündür. Yine, T'nin küçük olduğu modellerde birinci fark dönüşümünü kullanmak yerine ortogonal sapmalar yöntemini kullanarak, bu konuda da diğer tahmincilerin zayıflıklarını gidermektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2012: 85-86). Blundell ve Bond (1998) ise bu çalışmada da olduğu gibi N > T durumunda, otoregresif panel veri tahmininde etkin sonuçların elde edilebilmesi amacıyla ekstra moment koşulunun önemini vurgulamışlardır (Yerdelen Tatoğlu, 2012: 85-86). Bu çerçevede, Model 1 ve Model 2'nin tahmininde Arellano ve Bover (1995) ile Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilen "Sistem GMM Tahmincisi" kullanılacaktır. Bulguların elde edilmesinde ve yorumlanmasında Sistem GMM tahmincisinin dirençli standart hatalar dönüşümü yapılmış versiyonundan yararlanılmıştır. Bu versiyon "Dirençli Standart Hatalar ile Sistem GMM Tahmincisi" olarak ifade edilmektedir.

AMPİRİK BULGULAR

Önceki kısımda üzerinde durulan Model 1 ve Model 2'ye yönelik olarak Dirençli Standart Hatalar ile Sistem GMM tahmincilerine ait sonuçlar Tablo 4, Tablo 5, Tablo 6 ve Tablo 7'de gösterilmektedir[6]. İlk olarak Tablo 4'te Model 1

[6] Bu kısımda modellerin tahmini gerçekleştirilirken Stata 11 programında yer alan "xtdpdsys" komutu yerine, değişen varyans ve otokorelasyon durumlarında tutarlı tahmincilerin elde edilmesini kolaylaştıran, çıktıda daha fazla bilgi sunan ve Roodman (2006) tarafından geliştirilen "xtabond2" komutu kullanılmıştır.

için, 2004-2014 döneminde dışa açıklık düzeyi düşük olan Nijerya, Endonezya, Ekvador, Meksika, Mısır, Türkiye, Çin, Peru, Kolombiya, Hindistan, Pakistan, Bangladeş ve Brezilya'ya yönelik sonuçlar yer almaktadır. Ardından Tablo 5'te ise aynı model için, bu kez dışa açıklık düzeyi yüksek olan Malezya, Ürdün, Vietnam, Tayland, Bulgaristan, Ukrayna, Tunus, Kosta Rika, Kazakistan, Filipinler, Dominik Cumhuriyeti, Romanya ve Fas'a ait sonuçlar özetlenmiştir.

Öncelikle Tablo 4'te yer alan Wald istatistiği kurulan modelin anlamlılığını göstermektedir. Otoregresif modellerde önemli bir sorun, bağımlı değişkenin bir gecikmeli değerinin modelde bağımsız değişken olarak kullanılması sebebiyle ortaya çıkabilecek içsellik sorunudur. İçsellik, denklem 1 ve denklem 2'deki $y_{i,t-1}$ değişkeninin u_{it} hata terimiyle korelasyonlu olması durumdur. İçsellik sorunu araç değişken kullanımı ile ortadan kaldırılmaktadır. Bu sebeple, Hansen ve Fark Hansen Testleri sırasıyla aşırı tanımlama kısıtlamalarının geçerli olup olmadıklarını ve araç setinin dışsal olup olmadığı hakkında bilgi vermektedir. Kısaca kullanılan araç değişkenlerin geçerli ve dışsal olup olmadıklarını belirlemektedir. Aynı zamanda, bu türdeki modellerde ikinci mertebeden otokorelasyon da bulunmaması gerekmektedir.

Tablo 4: Dışa Açıklık Düzeyi Düşük Olan Ekonomiler İçin Model 1 Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: Y			
Bağımsız Değişkenler	**Katsayılar**	**Z İstatistiği**	**Prob.**
Y(-1)	1.0140	150.52	0.000*
SRCF	17.9666	2.68	0.007*
INV	2.1388	2.84	0.005*
Diagnostik Testler			
Gözlem Sayısı		130	
Wald Testi		45891.15 (0.000)	
Hansen Testi		10.87 (1.000)	
Fark Hansen Testi			
- GMM Eşitliği		1.21 (0.999)	
- Araç Değ Reg.		0.52 (0.772)	
AR(1)		-1.90 (0.057)	
AR(2)		-1.08 (0.281)	

*, **, *** sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyindeki anlamlılığı göstermektedir. Parantez içindeki rakamlar Prob. değerlerini göstermektedir.

Elde edilen sonuçlar incelendiğinde kurulan model Wald istatistiğine göre anlamlıdır ve yine görüldüğü gibi, AR(2) sürecine yönelik otokorelasyon bulunmamaktadır. Hansen testinin sonucuna göre, aşırı tanımlama kısıtlamalarının geçerli olduğu yönündeki sıfır hipotezi reddedilememiştir. Fark Hansen testi sonuçları da GMM eşitliğinde araç değişkenin dışsal olduğunu, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçların da yine geçerli olduğunu göstermektedir. Yani içsellik sorunu bulunmamaktadır.

Tablo 4'te de görüldüğü gibi tüm katsayılar % 1 düzeyinde anlamlıdır. Kişi başına düşen reel GSYH değeri bir önceki yılına ilişkin değerden pozitif olarak etkilenmektedir. Yatırımların GSYH içerisindeki payında gerçekleşen bir puanlık artış kişi başına düşen reel GSYH düzeyini yaklaşık 2,13 dolar arttırmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin GSYH içerisindeki payında gerçekleşen bir puanlık artışın ise kişi başına düşen gelir düzeyini yaklaşık 18 dolar arttırdığı görülmektedir.

Tablo 5 incelendiğinde burada da kurulan model Wald istatistiğine göre anlamlıdır ve AR(2) sürecine yönelik otokorelasyon bulunmamaktadır. Hansen testinin sonucuna göre, aşırı tanımlama kısıtlamalarının geçerli olduğu yönündeki sıfır hipotezi reddedilememiştir. Aynı şekilde, Fark Hansen testi sonuçları incelendiğinde ise elde edilen sonuçlar GMM eşitliğinde araç değişkenin dışsal olduğunu, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçların da yine geçerli olduğunu göstermektedir.

Tablo 4'ün aksine dışa açıklık düzeyi yüksek olan ekonomiler için yatırım değişkenine ait katsayının anlamlı olmadığı görülmüştür. Kişi başına düşen reel GSYH değeri bir önceki yılına ilişkin değerden pozitif olarak etkilenmekte ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin GSYH içerisindeki payında gerçekleşen bir puanlık artış ise kişi başına düşen gelir düzeyini yaklaşık 17 dolar arttırmaktadır.

Tablo 5: Dışa Açıklık Düzeyi Yüksek Olan Ekonomiler İçin Model 1 Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: Y			
Bağımsız Değişkenler	**Katsayılar**	**Z İstatistiği**	**Prob.**
Y(-1)	1.0234	221.74	0.000*
SRCF	16.9574	4.27	0.000*
INV	0.4274	0.65	0.514
Diagnostik Testler			
Gözlem Sayısı		130	
Wald Testi		195064.05 (0.000)	
Hansen Testi		9.67 (1.000)	
Fark Hansen Testi			
- GMM Eşitliği		0.00 (1.000)	
- Araç Değ Reg.		0.00 (1.000)	
AR(1)		-2.08 (0.038)	
AR(2)		-1.73 (0.084)	

*, **, *** sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyindeki anlamlılığı göstermektedir. Parantez içindeki rakamlar Prob. değerlerini göstermektedir.

Model 1 için 2004-2014 dönemine ait sonuçlara bakıldığında, kısa vadeli sermaye hareketlerinin GSYH'deki payında meydana gelebilecek bir puanlık artışın kişi başına reel gelir düzeyini yaklaşık 17-18 dolar arttırabildiği belirlenmiştir. Kısa vadeli sermaye akımlarının tersine dönmesi yükselen piyasa ekonomilerini olumsuz etkileme potansiyelini her zaman taşımaktadır. Bu çerçevede FED'in faiz arttırmaya yönelik politika tercihi, Ortadoğu'daki siyasi gelişmeler, Çin başta olmak üzere gelişmekte olan ekonomilerde ortaya çıkabilecek uzun dönemli durgunluk beklentisi gibi olumsuz gelişmeler bu ülkelerde kısa vadeli sermaye kaçışını tetiklediğinde, 1990'lı yıllardaki gibi büyük krizler beklenti dahilindedir.

Tablo 6 ve Tablo 7'de ise Model 2'ye yönelik olarak Dirençli Standart Hatalar ile Sistem GMM tahmincilerine ait sonuçlar sırasıyla dışa açıklık düzeyi düşük olan ve dışa açıklık düzeyi yüksek olan ekonomiler için gösterilmektedir.

Tablo 6'da da görüldüğü gibi kurulan model Wald istatistiğine göre anlamlıdır ve AR(2) sürecine yönelik otokorelasyon bulunmamaktadır. Hansen testinin sonucuna göre, aşırı tanımlama kısıtlamalarının geçerli olduğu yönündeki sıfır hipotezi reddedilememiştir. Aynı şekilde, Fark Hansen testi sonuçları incelendiğinde elde edilen sonuçlar GMM eşitliğinde araç değişkenin dışsal olduğunu, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçların da yine geçerli olduğunu göstermektedir.

Modelden elde edilen katsayılardan sadece kamu kesiminin ekonomideki ağırlığını ifade eden değişkene ait katsayı anlamsızdır. 2004-2014 yılları arasında dışa açıklık düzeyi göreceli olarak düşük olan yükselen piyasa ekonomilerinde, kişi başına düşen reel GSYH değeri bir önceki yılına ilişkin değerden pozitif olarak etkilenmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin GSYH içerisindeki payında gerçekleşen bir puanlık artış ise kişi başına düşen gelir düzeyini yaklaşık 18 dolar arttırmaktadır. Yatırımların payındaki bir puanlık artış da kişi başına düşen reel milli geliri 2,5 dolar seviyesinde yükseltmektedir.

Tablo 6: Dışa Açıklık Düzeyi Düşük Olan Ekonomiler İçin Model 2 Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: Y			
Bağımsız Değişkenler	**Katsayılar**	**Z İstatistiği**	**Prob.**
Y(-1)	1.0152	93.99	0.000*
SRCF	18.1127	2.38	0.017**
INV	2.5330	1.83	0.067***
GOV	-1.2535	-0.31	0.757
Diagnostik Testler			
Gözlem Sayısı		130	
Wald Testi		204378.31 (0.000)	
Hansen Testi		9.41 (1.000)	
Fark Hansen Testi			
- GMM Eşitliği		0.00 (1.000)	
- Araç Değ Reg.		-0.90 (1.000)	
AR(1)		-1.92 (0.055)	
AR(2)		-1.08 (0.278)	

*, **, *** sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyindeki anlamlılığı göstermektedir. Parantez içindeki rakamlar Prob. değerlerini göstermektedir.

Son olarak dışa açıklık düzeyi yüksek olan ekonomiler için Model 2'ye ait sonuçların özetlendiği Tablo 7'de de kurulan model Wald istatistiğine göre anlamlıdır ve AR(2) sürecine yönelik otokorelasyon bulunmamaktadır. Hansen testinin sonucuna göre, aşırı tanımlama kısıtlamalarının geçerli olduğu yönündeki sıfır hipotezi reddedilememiştir. Aynı şekilde, Fark Hansen testi sonuçları incelendiğinde elde edilen sonuçlar GMM eşitliğinde araç değişkenin dışsal olduğunu, araç değişkenler regresyonunda kullanılan araçların da yine geçerli olduğunu göstermektedir.

Tablo 7: Dışa Açıklık Düzeyi Yüksek Olan Ekonomiler İçin Model 2 Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken: Y			
Bağımsız Değişkenler	**Katsayılar**	**Z İstatistiği**	**Prob.**
Y(-1)	1.0300	172.42	0.000*
SRCF	16.2744	3.90	0.000*
INV	3.0508	1.73	0.084***
GOV	-6.4058	-3.14	0.002*
Diagnostik Testler			
Gözlem Sayısı		130	
Wald Testi		1.36e+06 (0.000)	
Hansen Testi		9.68 (1.000)	
Fark Hansen Testi			
- GMM Eşitliği		0.07 (1.000)	
- Araç Değ Reg.		0.47 (0.925)	
AR(1)		-2.05 (0.040)	
AR(2)		-1.69 (0.090)	

*, **, *** sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyindeki anlamlılığı göstermektedir. Parantez içindeki rakamlar Prob. değerlerini göstermektedir.

Modelden elde edilen tüm katsayılar anlamlıdır. 2004-2014 yılları arasında dışa açıklık düzeyi göreceli olarak yüksek olan yükselen piyasa ekonomilerinde, kişi başına düşen reel GSYH değeri bir önceki yılına ilişkin değerden pozitif olarak etkilenmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin GSYH içerisindeki payında gerçekleşen bir puanlık artış kişi başına düşen gelir düzeyini yaklaşık 16 dolar, yatırımların payındaki bir puanlık artış ise kişi başına düşen reel milli geliri yaklaşık 3 dolar arttırmaktadır. Dışa açıklık seviyesi düşük olan ekonomilerin aksine Tablo 7'de, kamu kesiminin ekonomideki ağırlığını ifade eden değişkenin katsayısı istatistiksel olarak negatif ve anlamlıdır. Ampirik düzeyde bu konu üzerine Bengoa ve Sanchez-Robles (2003)'in çalışmasında da durulmuş ve kamu harcamalarının dışlama etkisine (crowding-out effect) yol açması nedeniyle ekonomi üzerinde daraltıcı etkisinin olabileceğini belirtmiştir. Dışa açıklık seviyesi yüksek olan ekonomilerde dışlama etkisinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

SONUÇ

Ekonomik büyüme geçmişte olduğu gibi günümüzde de, ülkelerin temel ekonomik hedefleri arasında en ön sıralarda yer almaktadır. Ekonomik büyümeye yönelik hedefin gerçekleştirilmesi teknik bir konu olduğu kadar, bu teknik konu finansman sorununu da beraberinde getirmektedir. Özellikle ülke içi kaynakları yetersiz olan gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyümeye yönelik hedeflerine ulaşabilmeleri ve bunun yanında refah düzeylerini arttırabilmeleri için dış kaynaklara ihtiyaç duymaktadırlar. Bu kaynaklara 1990'lı yıllardan itibaren kısa vadeli yabancı sermaye fonları da dahil olmuştur.

Kısa vadeli sermaye hareketlerindeki artışın gelişmekte olan ekonomilerde ekonomik büyümeyi teşvik eden bir unsur mu, yoksa istikrarsızlık meydana getiren faktörlerin başında mı yer aldığı sorusu her zaman tartışılmıştır. Bu tür fonlar spekülatif ve aşırı hareketli bir karaktere sahip olup, ülkeler arasındaki faiz farkından veya beklenen kur değişimlerinden kısa dönemli kazançlar elde etmeyi amaçlamaktadır.

Buna karşılık olarak, kısa vadeli sermaye fonlarını talep eden ülke veya kurumların temel amacı ise, bu fonlar sayesinde kısa vadeli borçların çevrilmesi veya ödemeler bilançosundaki kısa dönemli dengesizliklere çözüm üretmektir. Ancak bu fonlar, özellikle yükselen piyasa ekonomileri olarak tanımlanan ülkelerde (uzun vadeli yatırımların finansmanı gibi) amacı dışında kullanılması nedeniyle ekonomik olarak ciddi sorunları beraberinde getirmiştir. Çünkü yaşanan tecrübeler, kısa vadeli fonların ülkelere girmesiyle birlikte ekonomik aktivite düzeyinin arttığını, büyümenin hızlandığını göstermektedir. Yoğun biçimde kısa vadeli fon girişleri milli parayı değerli hale getirmekte, halihazırda cari açıklar veren gelişmekte olan ülkelerde ithalatı göreceli olarak ucuzlatarak cari açıkların daha da artmasına yol açmaktadır. 1990'lı yılların sabit kur rejimi koşulları altında ortaya çıkan devalüasyon beklentisi ise, fonların zarar etme riskini ortaya çıkarmakta ve kısa vadeli fonların ülkeleri terk etmesiyle birlikte büyümenin yavaşlamasına, finansal krizlerin ve ödemeler bilançosu krizlerinin ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Günümüzde çoğu gelişmekte olan ülke sabit döviz kuru sistemini büyük ölçüde terk etse bile, yine de büyük miktardaki kısa vadeli sermaye akımları karşısında yeterli rezerv miktarına sahip değildir. Yani esnek kur sistemi dahi, ekonomik istikrarı tek başına sağlayamamaktadır.

Literatürde kısa vadeli sermaye akımları üzerine yapılan tartışmadan hareketle, 2004-2014 döneminde 26 yükselen piyasa ekonomisi için kısa vadeli sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki ampirik olarak incelenmiştir. İki değişken arasındaki ilişki incelenirken, ülkeler de dışa açıklık seviyesi düşük olan ülkeler ve dışa açıklık seviyesi yüksek olan ülkeler olmak üzere iki gruba ayrılmıştır.

2004-2014 dönemi, ilk emareleri 2007 yılından itibaren görülen ve 2008 yılının Eylül ayında başlayan ABD Mortgage piyasası kaynaklı küresel finans krizini içerisinde barındırdığı dönem olması itibariyle önemlidir. 1990'lı yılların başında gelişmekte olan ülkelere yoğunlaşan kısa vadeli fon akımlarının, 2009 yılından itibaren gelişmekte olan ülkelere toplam hacim bakımından daha yoğun biçimde yöneldiği gözlenmiştir.

2004-2014 döneminde her iki ülke grubunda kısa vadeli sermaye akımlarının GSYH'deki payındaki bir puanlık artışın kişi başına düşen reel GSYH'yi pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu etki, dışa açıklık seviyesi düşük olan ekonomiler için yaklaşık 17-18 $ arasında değişirken, dışa açıklık seviyesi yüksek olan ekonomilerde ise kısa vadeli sermaye akımları kişi başına düşen reel GSYH'yi yaklaşık 16 $ arttırmaktadır. Elde edilen sonuçlar, kısa vadeli sermaye hareketlerine ilişkin argümana ve literatürde Papanek (1973), Kula (2003), İnsel ve Sungur (2003), Göksu (2005) ve Şimşek (2007) tarafından yapılan çalışmalarla paralellik göstermektedir. Buna göre, "kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde meydana getirdiği canlılık, bu tür sermayenin tersine dönmesiyle birlikte yerini durgunluğa ve finansal krizlere bırakmaktadır."

2008 krizinden sonra özellikle orta gelirli gelişmekte olan ülkelere yönelen ve 2009-2014 döneminde kümülatif olarak yaklaşık 877 milyar $ olarak gerçekleşen kısa vadeli sermaye akımlarının ciddi bir kriz meydana getirme potansiyeli her zaman bulunmaktadır. 2013 yılının sonundan itibaren FED'in faiz arttırma baskısı ve iki kez 25 baz puanlık faiz artırımına gitmesi gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının politika hareketliliğini sınırlamaktadır. Bunun yanında dünyanın en hızlı büyüyen ekonomisi Çin, halen dünyanın en hızlı büyüyen ekonomisi olsa da büyüme hızının % 7 seviyesinin altına düşme riski küresel büyüme potansiyelini de sınırlamaktadır. Yine Ortadoğu'da süren savaş ortamı, Avrupa Birliği ülkelerinde görülen durgunluk, enerji fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak Rusya'nın içinde bulunduğu ekonomik darboğazlar küresel ekonominin geleceği açısından cevaplanması gereken birçok soruyu da beraberinde getirmektedir.

Böyle bir durumda gelişmekte olan ülkeleri de içerisine alacak bir ekonomik kriz beklentisi, büyük miktarda kısa vadeli sermaye akımının gelişmekte olan ülkeleri terk etmesine ve krizin gerçekleşmesine yol açabilecektir. Bunun için ülkelerin izledikleri önemli bir yol, kısa vadeli sermaye girişlerinin sınırlandırılmasıdır. 1990'lı yıllarda krize giren pek çok ülke bu uygulamaya gitmiştir. Fakat, günümüz koşullarında gelişmekte olan ülkeler sermayeye daha fazla ihtiyaç duymakta ve sermaye hareketleri üzerine veya özellikle kısa vadeli sermaye akımları üzerine kısıtlamalar konulması rasyonel gözükmemektedir.

Gelişmekte olan ülkeler için yapılabilecek tavsiyelerden bir tanesi, kısa vadeli sermaye akımları yerine doğrudan yabancı sermaye akımlarını yoğun biçimde ülkeye çekmektir. Bunun için ülkelerin tasarruf oranlarını arttırmaları, üretimde katma değer artışı sağlamaları, teknolojik gelişmeyi yakalamaları, beşeri sermaye düzeylerini yükseltmeleri, finansal ve kurumsal yapıdaki gelişimlerini tamamlamaları gerekmektedir.

İkinci olarak, özellikle 2008 Küresel Finans Krizi sonrasında yaşandığı gibi gelişmekte olan ülkelere yönelen büyük miktardaki kısa vadeli sermaye akımlarının uzun vadeli konut, alt yapı vb. yatırımlara yönlendirilmemesi gerekmektedir. Çünkü 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerin en önemli sebeplerinden birisi de kısa vadeli kaynaklarla uzun vadeli yatırımların finanse edilmesidir.

Üçüncü olarak, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının güçlü bir rezerv yapısına sahip olmaları da önemlidir. Güçlü bir rezerv yapısına sahip olan merkez bankaları FED, Avrupa Merkez Bankası gibi kuruluşların faiz artırımı veya finansal kuruluşların ülke notunu düşürmesi gibi durumlar karşısında piyasaya döviz satarak kısa dönemde kriz potansiyelini dizginleyebilmektedirler. Bu rezervlerin ülkenin yatırım potansiyelini engelleyici ölçüde yüksek miktarda da tutulmaması gerekir.

Son olarak da, kısa vadeli sermaye hareketlerini cezbeden yüksek faiz uygulamalarından vazgeçilerek, gelişmekte olan ekonomilerin uzun vadeli gelişme potansiyellerine uygun ve küresel şartları gözeten bir faiz oranı uygulanması gerekmektedir. Çünkü, gelişmiş ülkelerdeki ekonomik durgunluk ve düşük faiz oranlarından ekonomik aktivite düzeyi ile faiz oranlarının daha yüksek olduğu yükselen piyasalara yönelen spekülatif sermayenin, gelişmiş ülkelerdeki durgunluk atlatıldığında bağlı bulunduğu ülkeye geri dönmesi çok defa tecrübe edilmiştir.

KAYNAKÇA

Aizenman, J., Jinjarak, Y., ve Park, D. (2013). Capital Flows and Economic Growth in The Era of Financial Integration and Crisis, 1990-2010. *Open Econ. Rev*., 371-396.

Anderson, T. W., ve Hsiao, C. (1982). Formulation and Estimation of Dynamic Models Using Panel Data. *Journal of Econometrics*, 18(1), 47-82.

Arellano, M., ve Bond, S. (1991). Some Test of Spesification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and An Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies,* 277-279.

Arellano, M., ve Bover, O. (1995). Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models. *Journal of Econometrics*, 29-51.

Aslan, N., Terzi, N., ve Siampan, E. (2014). Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru ile İlişkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi,* 15-32.

Baharumshah, A. Z., ve Thanoon, M. A.-M. (2006). Foreign Capital Flows and Economic Growth in East Asian Countries. *China Economic Review*, 70-83.

Balestra, P., ve Nerlove, M. (1966). Pooling Cross Section and Time Series Data in tha Estimation of a Dynamic Model: The Demand for Natural Gas. *Econometrica*, 585-612.

Bengoa, M., ve Sanchez-Robles, B. (2003). Foreign Direct Investment, Economic Freedom and Growth: New Evidence From Latin America. European *Journal of Political Ecomomy*, 529-545.

Blundell, R., ve Bond, S. (1998). Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. *Journal of Econometrics*, 115-143.

Choong, C.-K., Baharumshah, A. Z., Yusop, Z., ve Habibullah, M. S. (2010). Private Capital Flows, Stock Market and Economic Growth in Developed and Developing Countries: A Comperative Analysis. *Japan and the World Economy*, 107-117.

Claessens, S., Dooley, M. P., ve Warner, A. (1995). Portfolio Capital Flows: Hot or Cold? *The World Bank Economic Review*, 153-174.

Göksu, E. (2005). Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

Hsiao, C. (2003). Analysis of Panel Data. New York: Cambridge University Press.

İnsel, A., ve Sungur, N. (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2003/8.

Karaca, C., ve Abasız, T. (2007). Gelir ve Bölge Ayırımına Göre Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Analiz. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1-19.

Kazgan, G. (2009). Küreselleşme ve Ulus Devlet: Yeni Ekonomik Düzen. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Kula, F. (2003). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler. *C. Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 141-154.

Papanek, G. F. (1973). Aid, Foreign Private Investment, Savings and Growth in Less Developed Countries. *Journal of Political Economy*, 120-130.

Raisen, H., ve Soto, M. (2001). Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth? *International Finance*, 1-14.

Roodman, D. (2006). How To Do xtabond2: An Introduction to "Difference" and "System" GMM in Stata. Center for Global Development Working Paper No.103.

Roubini, N., ve Mihm, S. (2012). Kriz Ekonomisi: Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği. (Çev. I. Tezcan). İstanbul : Pegasus Yayınları.

Singh, A. (2003). Capital Acoount Liberalization, Free Long-Term Capital Flows, Financial Crises nad Economic Development. *Eastern Economic Journal*, 191-216.

Soto, M. (2000). Capital Flows and Growth in Developing Countries: Recent Empirical Evidence. OECD Development Centre Working Paper No. 160.

Şimşek, A. R. (2007). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Vergil, H., ve Karaca, C. (2010). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi. *Ege Akademik Bakış*, 1207-1216.

World Bank. (2016a). World Development Indicators. 11 Nisan 2016 tarihinde http://databank.worldbank.org/data adresinden erişildi.

World Bank. (2016b). World Development Indicators, GDP per Capita (Constant 2005 US$). 11 Nisan 2016 tarihinde http://databank.worldbank.org/data adresinden erişildi.

World Bank. (2016c). World Development Indicators, General Government Final Consumption Expenditure (% of GDP). 11 Nisan 2016 tarihinde http://databank.worldbank.org/data adresinden erişildi.

World Bank. (2016d). World Development Indicators, Gross Capital Formation (% of GDP). 11 Nisan 2016 tarihinde http://databank.worldbank.org/data adresinden erişildi.

World Bank. (2016e). World Development Indicators, Net Flows on External Debt, Short-Term (NFL, Current US$). 11 Nisan 2016 tarihinde http://databank.worldbank.org/data adresinden erişildi.

Yerdelen-Tatoğlu, F. (2012). İleri Panel Veri Analizi: Stata Uygulamalı. İstanbul: Beta Yayıncılık.

Yildirim, N., ve Tastan, H. (2012). Capital Flows and Economic Growth Across Spectral Frequencies: Evidence From Turkey. *Panoeconomicus*, 441-462.

EKLER

EK 1. Çeşitli Kurumların Raporlarında ve Bazı Ampirik Çalışmalarda "Yükselen Piyasa Ekonomisi" Olarak Tanımlanan Ülkeler

IMF World Economic Outlook April 2016			
Arjantin	Kolombiya	Pakistan	Güney Afrika
Bangladeş	Macaristan	Peru	Tayland
Brezilya	Hindistan	Filipinler	Türkiye
Bulgaristan	Endonezya	Polonya	Ukrayna
Şili	Malezya	Romanya	Venezuela
Çin	Meksika	Rusya	

FTSE (The Financial Times Stock Exchange) Yıllık Ülke Sınıflaması			
Brezilya	Kolombiya	Pakistan	Güney Afrika
Şili	Macaristan	Peru	Tayland
Çin	Hindistan	Filipinler	Türkiye
Çek Cumhuriyeti	Endonezya	Polonya	Tayvan
Mısır	Malezya	Rusya	Meksika
Birleşik Arap Emirlikleri			

Morgan Stanley Capital Index			
Brezilya	Kolombiya	Güney Kore	Güney Afrika
Şili	Macaristan	Peru	Tayland
Çin	Hindistan	Filipinler	Türkiye
Çek Cumhuriyeti	Endonezya	Polonya	Tayvan
Mısır	Malezya	Rusya	Meksika
Birleşik Arap Emirlikleri	Yunanistan	Katar	

J.P. Morgan Emerging Market Bond Index			
Arjantin	Kolombiya	Pakistan	Güney Afrika
Bangladeş	Macaristan	Peru	Tayland
Brezilya	Hindistan	Filipinler	Türkiye
Şili	Endonezya	Polonya	Ukrayna
Çin	Malezya	Romanya	Venezuela
Çek Cumhuriyeti	Meksika	Rusya	Mısır
Katar	Umman	Nijerya	İsrail
Birleşik Arap Emirlikleri		Vietnem	Tayvan

Dow Jones Emerging Markets Total Stock Market Indices			
Arjantin	Kolombiya	Pakistan	Güney Afrika
Bahreyn	Macaristan	Peru	Tayland
Brezilya	Hindistan	Filipinler	Türkiye
Bulgaristan	Endonezya	Polonya	Mısır
Şili	Malezya	Romanya	Kuveyt
Çin	Meksika	Rusya	Ürdün
Çek Cumhuriyeti	Umman	Letonya	Sri Lanka
Katar	Estonya	Mauritius	Slovakya
Birleşik Arap Emirlikleri	Litvanya	Fas	

Columbia University Emerging Market Global Players			
Arjantin	Macaristan	Polonya	Türkiye
Brezilya	Hindistan	Rusya	Tayvan
Çin	İsrail	Slovenya	Şili
Birleşik Arap Emirlikleri	Güney Kore	Meksika	

Arias vd. (2013)			
Arjantin	Çin	Bulgaristan	Azerbaycan
Brezilya	Hindistan	Hırvatistan	Belarus
Şili	Endonezya	Kıbrıs	Mısır
Kolombiya	Malezya	Çek Cumhuriyeti	İsrail
Kosta Rika	Filipinler	Macaristan	Ürdün
Dominik Cumhuriyeti	Güney Kore	Letonya	Kazakistan
Ekvador	Singapur	Litvanya	Kuveyt
Meksika	Sri Lanka	Malta	Libya
Peru	Tayland	Polonya	Fas
		Romanya	Rusya
		Slovenya	Suudi Arabistan
		Türkiye	Suriye
		Ukrayna	Güney Afrika
			Tunus

Aizenman ve Pasricha (2013)			
Arjantin	Mısır	Meksika	Güney Afrika
Brezilya	Hindistan	Fas	Tayland
Şili	Endonezya	Peru	Türkiye
Çin	Güney Kore	Filipinler	Rusya
Kolombiya	Malezya		