

Şengönül, Ahmet; Değirmen, Süleyman

Working Paper

Kısa Süreli Sermaye Hareketlerinin Türkiye'nin Ekonomik Büyümesine Etkisi: Sermaye Piyasası ve Bankacılık Kanalı

Discussion Paper, No. 2012/73

Provided in Cooperation with:

Turkish Economic Association, Ankara

Suggested Citation: Şengönül, Ahmet; Değirmen, Süleyman (2012) : Kısa Süreli Sermaye Hareketlerinin Türkiye'nin Ekonomik Büyümesine Etkisi: Sermaye Piyasası ve Bankacılık Kanalı, Discussion Paper, No. 2012/73, Turkish Economic Association, Ankara

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/81651>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



TÜRKİYE EKONOMİ KURUMU

TARTIŞMA METNİ 2012/73

[http ://www.tek.org.tr](http://www.tek.org.tr)

KISA SÜRELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE’NİN EKONOMİK BÜYÜMESİNE ETKİSİ: Sermaye Piyasası ve Bankacılık Kanalı

Ahmet Şengönül ve Süleyman Değirmen

Bu çalışma "EKONOMİK BÜYÜMENİN DİNAMİKLERİ VE İSTİHDAM:
KAYNAKLAR VE ETKİLER", başlığı ile Doç. Dr. Bilin NEYAPTI
editörlüğünde hazırlanan ve 2005 yılında TEK yayını olarak basılan kitapta yer
almaktadır.

Eylül, 2012

KISA SÜRELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE’NİN EKONOMİK BÜYÜMESİNE

ETKİSİ: Sermaye Piyasası ve Bankacılık Kanalı

Ahmet Şengönül ve Süleyman Değirmen*

1. GİRİŞ

1990’lı yıllarda, finansal piyasalara ve döviz kuru işlemlerine yönelik daha liberal politikaların benimsenmesi ve uygulanması nedeniyle, uluslararası sermaye akışı artan bir şekilde daha çok gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir (Çimenoglu ve Yentürk, 2002, s.2). Türkiye, 1989 ve 1990’da, yasalarında gerekli düzenlemeleri ve değişimleri yaparak yabancı sermayenin ülkesine girmesine izin vermiştir. Bu sermaye giriş-çıkışlarının temel nedeni, yurt içindeki reel faizlerin devletin iç borcunu çevirebilmek için yüksek tutulması, bunun gereği olarak dolar kurunun düşük tutulması, ve TL’nin değerli olması nedeniyle yurt dışından, özellikle 1990’lı yıllarda, borçlanmanın ucuz kaynak aktarımı şeklinde görünmesidir. Kısa vadeli sermaye girişi, tüketimi ve/veya yatırımı finanse eden tasarrufların artmasını sağlayarak makroekonomiyi etkilemektedir. Türkiye için yapılan çalışmalara göre sermaye girişi tüketimi finanse etmiştir (Uluengin ve Yentürk, 2001; Çimenoglu ve Yentürk, 2002). Ayrıca, kısa vadeli sermaye girişi, ülke parasının değerlendirilmesine neden olarak sürdürülemez bir cari açığa neden olmaktadır (Çeviş ve Kadılar, 2001, s.2). Türkiye, bu sermaye girişlerinden ekonomik büyüme avantajını kullanmıştır fakat sermaye girişleri 1990’larda değişken bir seyir izlemiş, özellikle 1994 ve 2001 yıllarında büyük miktarda sermaye çıkışı yaşanmıştır.

Sermaye giriş-çıkışı, liberizasyon süreci ile ilişkilidir ve bu süreci anlamak için teorik çerçeveye biraz ayrıntılı bakacak olursak, Neo-Klasik bir bakış açısı sergileyen McKinnon ve Shaw (1973)’nin yarattığı Finansal Baskılama Analizi (Financial Repression Analysis), Neo-klasik ve Neo-Keynesyen faiz politikalarına yöneltilen eleştirilere bir tepki olarak ortaya çıkmıştır ve finansal değişim ya da finansal liberalizasyon konularındaki politika analizlerine bir çerçeve oluşturmuştur: bankacılık sistemi üzerinde hükümet baskılarının finansal gelişmeyi engelleyeceğini ve ekonomik büyümeyi sınırlandıracağını söylemektedirler. Bu yaklaşıma göre, finans kesimi ekonomide gelişme sürecinde önemli bir yere sahiptir (Taş, 2001, ss.16-22). Gelişmekte olan ülkeler, finansal liberalizasyonu daha etkin bir para politikası uygulayarak finansal sistemin güçlendirilmesi ve finansal sistemin derinleştirilmesi ve geliştirilmesini amaçlamışlardır.¹

Saygılı (2003, ss.7)’de sözü edildiği gibi, İçsel Büyüme Modeli, 1980’lerin sonlarında ortaya çıkmış ve finansal sektörün (gelişimi) ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ele alan yeni teorilere öncülük etmiştir. Aynı makale, bu ilişki hakkında öncü sayılan Schumpeter (1912)’e göre, ekonomik gelişmenin temelini oluşturan teknolojik gelişmeyi sağlamada bankacılık sektörünün önemli bir rol oynadığını ve bunun nedeninin de, girişimcilerin ellerindeki projeleri finanse etmek için finansal kaynaklara, özellikle bankalara, ihtiyaç duymaları olduğunu açıklamaktadır. Saygılı ss.8-9’da, Gershenkron (1962) bankacılık sektörünün gelişmesinin sanayileşme sürecinin ayrılmaz bir parçası olduğunu ve Neo-Klasik büyüme modeline göre, sermaye stokundaki bir artışın, ölçek ekonomilerini ve dışsallıkları yarattığını belirtmektedir. Aynı çalışmada, Delong ve Summers (1992) ve Levine ve Renelt (1992)’ye göre, sermaye birikimi (yani, yatırım) ile büyüme arasında güçlü pozitif bir ilişki olduğu ve Levine ve Zervos (1996) ve King ve Levine (1993)’in bu ifadeyi tamamlayarak, finans sektörünün gelişmesinin sermaye birikimini hızlandırdığı söylenmektedir.

* Yrd. Doç. Dr., Mersin Üniversitesi, suleymandegirmen@gmail.com

¹ Diğer yandan, liberalizasyona giden Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ)’in bir çoğu ekonomik kriz koşullarıyla mücadele etmek durumundadır (Taş, s.106), çünkü kısa vadeli yabancı sermaye akımları (özellikle sıcak para giriş-çıkışı), GOÜ’in faiz ve döviz kuru risklerinin artmasına neden olmuştur.

Ekonomistler finansal sektörün ekonomik büyümede nasıl bir rolü olduğu konusunda kesin bir fikir birliğine ulaşmış değillerdir: (i) Eğer finansal sektördeki gelişmeler ekonomik büyümeyi izlerse, bu durumda finansal gelişmeler ekonomik büyümeye neden olamaz ve sadece reel sektördeki talep değişmelerine yanıt vermiş olacaktır. (ii) Ters durumda ise finansal sektördeki gelişmeler ekonomik büyümeye neden olabilecektir (bkz. Levine, 2004).

Bu çalışmanın amacı finans piyasası ile ekonomik büyüme arasında bir nedensellik ilişkisinin yönünü araştırmaktan daha çok, yukarıdaki açıklamayı temel alarak şu soruyu sormaktır: finansal sistem ile ekonomik büyüme arasında ilişki var mıdır?, eğer var ise, nasıldır? Çalışma özellikle ‘nasıl’ sorusu üzerinde durmakta ve ülkeye gelen kısa vadeli yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerinde bir etkisi olup olmadığını test ederken, hangi finansal kanal (*bankacılık kanalı ya da sermaye piyasası kanalı*)² aracılığı ile ekonomik büyümeyi etkilediği konusunda tespitler yapmayı amaçlamaktadır. Başka bir ifade ile, çalışmada, kısa süreli ve farklı kanallardan ülke ekonomisine gelen yabancı sermayenin, kısa dönemde özel yatırım ve tüketim aracılığıyla sanayi üretimine olan etkisi incelenmekte ve böyle bir etkinin süresinin, sermayenin ülkeye giriş kanallarına göre farklılık gösterebileceği tezine dayanılmaktadır.

Çalışmanın planı şu şekildedir: giriş bölümünden sonra konu ile ilgili olarak Türkiye ekonomisindeki yapı anlatılmaktadır. Üçüncü bölümde, bankacılık kanalı ve sermaye piyasası kanalı kısaca tanıtılmaktadır. İzleyen bölüm sermaye akımları ile Türkiye ekonomisi üzerine yapılan ampirik çalışmaları tanıtmaktadır. Beşinci bölüm, çalışmada kullanılan metod ve verileri tanıtırken, test sonuçları izleyen bölümde yorumlanmaktadır ve çalışma sonuç bölümü ile bitmektedir.

2. 1990-2005 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİ

Türkiye’de 1980 sonrası başlayan liberalizasyon odaklı yeni modelin parasal ayağı, dış ticaret liberalizasyonuna koşut olarak 1980-1984 dönüşümüyle başlatılmış, fakat bu dönemde ortaya çıkan Bankerler Krizi nedeniyle sektöre uğramıştır. 1989 yılında konvertibiliteye geçiş kararının alınması (dış finansal liberalizasyon), finansal liberalizasyon konusunda önemli bir adım olmuştur. 1989 yılından sonraki dönemde, yapısal uyum programları doğrultusunda, Türkiye ve dış dünya arasında gerçekleşen her türlü para transferine tam serbestlik tanınması, Türk vatandaşlarının istedikleri kadar döviz bulundurma ve bankalarda döviz hesabı açmalarına izin verilmesiyle, hükümetin bütçeyi finanse etmek için uzun vadeli dış krediler ve vergiler yerine kısa vadeli iç borçlanmaya gitmesine karar verilmiştir. Bu dönemde devlet tahvili ve hisse senedi piyasaları da kurulmuştur. Son olarak, İMKB’nın uluslararası sisteme açılmasıyla (1991 yılında) yapısal uyum sürecinin finansal uyum boyutu bütün gerekleriyle yerine getirilmiş ve böylece Türkiye, Dünyadaki yeni kırılgan/akışkan finans yapısına entegre olmuştur (Dağdelen, 2004).

Bu entegrasyon sonrasında, sermaye girişinin ekonomi üzerindeki etkilerini anlayabilmek amacıyla, Türkiye ekonomisinin yapısından kaynaklanan sorunlara ve nedenlerine bakıldığında ise aşağıda sıralanan konular dikkati çekmektedir.

2.1. Makroekonomik dengesizlikler

1980’lerin ortalarından başlayarak 1990’lara kadar devam eden yüksek ve değişken faiz oranları, ekonomik büyümenin ani daralması ve genişlemesi, dışarıdan sermaye girişinin hassasiyeti gibi etkenler ekonomideki belirsizliği artırmakta ve ekonomik karar birimlerinin kısa dönemli davranmasına neden olmaktadır (BRSA Report, May 2001, p.4). Diğer bir ifade ile, 1980’lerin ortalarından sonra kronik enflasyon, yabancı para cinsinden borç sözleşmelerini ve finansal sistemin kırılganlığını arttırmıştır, yani, paranın değerindeki ani bir düşüşün (1994 Nisan ve Şubat 2001’de

² (Levine, 2003, s.34-43)’de ifade edildiği gibi, Atje ve Jovanovic (1993) ve Levine ve Zervos (1998) sermaye piyasası ve bankacılık piyasasının gelişiminin (ülkelerarası karşılaştırmada) ülkelerin ekonomik büyümesine etkilerine banka ve sermaye piyasası üzerinden ölçüyorlar ve bu piyasaların birbirinden bağımsız olarak ekonomik büyüme üzerinde etkili olduğunu buluyorlar. Levine (2003) ve Demetriades ve Luintel (2001) test sonuçları, sermaye piyasasının likiditesi arttıkça uzun dönemli büyümeye olumlu bir etkisinin olduğunu göstermektedir. Fakat, Levine ve Zervos (1998) sermaye piyasasının ölçeği ile ekonomik büyüme arasında bir ilişki bulamıyorlar. La Porta, Lopez-de-Silanes ve Shleifer (2002) bankacılık sistemi içinde devlet bankalarının payının ya da varlığının artıyor olmasının bankacılık sisteminin etkin çalışmasını olumsuz etkileyerek ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etki yaratacağı sonucuna varmaktadırlar.

olduğu gibi) finansal krizleri tetiklemesine ve TL'ye olan güvensizlik, büyük çaplı para ikamesine neden olmuştur. Sonuç olarak, sıcak para girişi, bankaların fonlama kaynaklarının vadesini kısaltmış ve toplam yükümlülükler içinde yabancı para cinsinden yükümlülüklerin payı büyük oranda artmıştır. Boratav vd. (1995) çalışmalarında, sermaye hareket serbestisinden kaynaklanan dengesiz faiz ve döviz kuru hareketlerinin ekonomiye önemli dengesizlikler getirdiğini belirtmiştir. 1989-1992 deneyimi sonucunda, yani yüksek enflasyonda, finansal sistemdeki bütün dışsal ve içsel deregülasyonlarla sağlanan sermaye akışı, politika yapıcılarının ilgi konusu olmuş ve bu durum yüksek faiz oranları politikasının izlenmesi ile ucuz dolar, yani değerlenmiş TL, beklentisi yaratmıştır. Bu süreç 1990'lar boyunca devam etmiştir. Yabancı sermaye girişinin, özellikle cari hesaplar üzerine negatif etkisi nedeniyle reel değer kaybetme kaçınılmazdır ki bu durum, eğer para ikamesi ve/veya sermaye çıkışına engel olunursa, daha yüksek faiz oranı artışını zorunlu kılar.

Yukarıda anlatılanlar ışığında döviz kuru ve faiz oranlarındaki istikrarsızlığın ekonomiyi bunalıma sürüklediği söylenebilir. Boratav vd. (1995)'nin çalışmasında vurgulanan, merkez bankası ve hazinenin mevcut bakış açısıyla sunulan alternatif faiz oranları ve döviz kurları arasındaki uyumlu/uygun bir ilişkinin ancak yabancı tasarrufların giderek artan oranda ülkeye girmesine bağlı olduğudur. Onlara göre, bu yanlış yönlendirilmiş politika, yüksek ulusal faiz oranlarını ve yurtdışından kısa vadeli borç almayı teşvik etmektedir. Bu durum gerek ulusal yatırımlar ve kamu tasarrufları, gerekse de cari hesaplar üzerinde olumsuz etkiler yaratarak ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir.

Özet olarak, yüksek enflasyonun varlığında finansal sistemdeki dışsal ve içsel serbestleşme daha fazla sermaye girişine yol açmıştır. Bunun nedeni hem merkez bankasının hem de hazinenin uyguladıkları politikalardaki yüksek faiz oranlarına ve ucuz dolar beklentilerine yönelik bir bağlılık yaratmasıdır. Böylece oluşan sermaye girişleri politika karar yapıcılar tarafından yeterince sterilize edilemediği için TL'nin değerlenmesine neden olmuştur. Aşırı değerlenmenin cari işlemler hesabında istikrarsızlık yaratması nedeniyle ithalatı düşürmek ve ihracatı artırmak amacıyla ulusal paranın reel olarak değer yitirmesi kaçınılmaz hale gelmiştir. Böylece, döviz kurunda ve faiz oranlarında görülen artış, ekonomiyi bunalıma sürüklemiş ve yeniden ulusal faiz oranlarında bir artış ve TL'nin değer kazanmasını gündeme getirmiştir.

2.2. Yüksek Kamu Sektörü Açığı

Finansal serbestleşmenin ardından 1990'larda yeni piyasalarda (emerging markets) ortaya çıkan birçok finansal kriz, sermaye girişleri ile finanse edilen iç borç birikiminde büyük ve ani sermaye kaçışları nedeniyle oluşan mali bir şoka neden olmuştur. Böylece sermaye yeterlilik rasyosu ve bankaların borç arzları üzerinde dışlama etkisi oluşmuş ve ulusal kredi arzı azalmıştır (Emel ve Yolalan, Kasım 1999, s.2).

Türkiye ekonomisinde, kamu sektörü açığında bir artış olduğu zaman, eğer bu açık yüksek reel faizler ödenerek ulusal finansal piyasalardan karşılanıyorsa o zaman reel sektöre akması gereken kaynakların dağılımı etkilenmekte ve fon miktarında bir azalma olmaktadır.³ Nominal faiz oranlarının beklenen enflasyondan daha yüksek olması ve muhtemelen de nominal faiz oranlarındaki artışın nominal döviz kurundaki artıştan yüksek olması durumunda faiz kur arbitrajı ortaya çıkmaktadır. Bu, bankaların davranışlarını etkilemiş ve yurt dışından yabancı para cinsinden borçlanarak, yurt içinde TL cinsinden borç verme ve hükümet menkul kıymetlerine yatırma yoluna gitmişlerdir. Hatta belirli dönemlerde firmaların ve hükümetlerin (finansal ya da bütçe) açıklarını finanse etmek için bile dışarıdan borçlandıkları ve TL cinsinden harcama yapmadıkları görülür. Bu politika bankaların yabancı para cinsinden açık pozisyonlarının artmasına neden olmuştur (bkz. Yülek, 1998, ss. 97-98).

2.3. Döviz Kuru Rejimine Dayalı İstikrar Programı

Aralık 1999'da IMF tarafından finansal olarak desteklenerek uygulamaya konulan ve 3 yıl boyunca uygulanacak olan Döviz Kuruna Dayalı İstikrar (ERBS) programı süresince; hükümetlerin bütçe açıklarını bankacılık sektörü üzerinden kısa dönem sermaye girişi ile finanse ettiği görülür. Yüksek reel faiz oranları, döviz kuru değerlenmesi ile birleştiğinde, fonların reel yatırım alanlarından finansal

³ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Shriai (2002); McHale (2001); Takan (Mart 2001), p.8 ve Alper-Öniş, (Mart 2002) p.15

spekülatif alanlara kaymasına neden olmuştur. Program uygulanmaya başlandıktan 11 ay sonra Kasım 2000’de Türkiye bir finansal kriz yaşamış ve böylece uygulanan programın devam etmesi de tehlike düşmüştür.

ERBS programına uzun süre bağlı kalınması dış dengesizliği artırmıştır ve dış borçlanma durumlarını daha da kötüleştirmiştir. Temmuz 2001’de döviz kuru bandı genişletilmeye başlanmış ve TL’nin piyasaya 2002’nin sonuna kadar aşama aşama hakim olması istenmiştir. Fakat dış dengelerde görülen bozulma, önceden açıklanan enflasyon oranının tutturulamaması ve siyasi kriz, programın yaşayamayacağına dair işaretlerdir.

Programın mali ve parasal hedeflerine, enflasyon dışında, ulaşılmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Kasım 2000 krizine kadar kısmi para kurulu olarak oldukça başarılı olmuştur. 2000’in sonunda, cari hesap 9.819 milyar ABD Doları açık vermiş ve bu açık 9.610 milyar ABD Doları sermaye hesabı fazlası ile kapatılmıştır (TCMB, 2002, s.62). Sterilizasyon olmadığı için, sermaye girişi parasal tabanda bir genişleme yaratmıştır. Sonuçta, Türkiye’de sermaye girişi iki ucu keskin bir bıçak gibi işlemiştir: (i) sermaye girişi ekonomik büyüme, tüketim ve yatırımları pozitif etkilemiştir. Ancak (ii) sermaye girişi, reel döviz kuru hedeflemesi ve yüksek mali açıkların olduğu bir politika karmasında, para politikasının etkisini azaltarak ekonominin yanlış yönetimine yol açmıştır. 1990’lar boyunca, net yurtiçi borçlanmanın yurtiçi mali borç stoğuna oranı yüzde 50’den fazla olmuştur. Bu durumda hükümet yeni hükümet kağıtları çıkararak mevcut borç stoğunu çevirmeye çalışmıştır. (Boratav ve Yeldan, 2001, s.23). Sabit döviz kuru ile sermaye girişinin birleşmesi mali açıkların finansmanını kolaylaştırmıştır.

Programın uygulanması ile belirli bir döviz sepetine göre önceden belirlenmiş TL’nin değer kaybının ne kadar olacağı açıklandığı için döviz kuru riski ortadan kalkmıştır. Böylece bankalar bu süreçte kolay karlar elde etmiş ve yüksek getirili hükümet kağıtlarını satın alıp, repo işlemleri yaparak, riskli olan döviz cinsinden borçlarını finanse edebilmişlerdir. Ayrıca Kasım 2000 krizinden önce bankaların yüksek açık pozisyonları nedeniyle ani sermaye çıkışlarına olan hassaslıklarının arttığı da söylenebilir (bkz. Eichengreen, 2001).

2.4. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri

Devlet bankalarının ve bir takım özel bankaların yüksek oranda hükümet kağıdı tutmaları faiz oranlarında bir yükselmeye ve bankalar arasında haksız rekabete neden olmuştur. Ayrıca bu dönemde bankaların risk değerlendirme ve yönetim politikalarının yetersiz olması nedeniyle, likidite, faiz oranı ve döviz kuru riskleri ortaya çıkmıştır (BRSA Report, 2001, s.5). Burada bankacılık sektöründe bağımsız ve etkin olmayan gözetim-denetleme ve düzenleme mekanizmasının bulunmasının da risk yönetiminde belirli zayıflıkların yaşanmasına neden olduğu gözden kaçırılmamalıdır. Böylece, Özatay ve Sak (2002)’ın da belirttiği gibi, bu gibi sorunlar nedeniyle çoğu devlet bankasının bilançosu Kasım 2000 likidite krizinde faiz riski ile karşılaşırken, çoğu özel banka da Şubat 2001 parasal krizinde döviz kuru riskine tabi olmuştur. Ayrıca yabancı fonların ülkeden çıkışı ve hazine kağıtlarına uygulanan faiz oranlarının ani yükselişi bazı özel ve devlet bankalarının finansal açıdan zorluklarla karşılaşmasına neden olmuştur.

Kasım 2000 krizinden hemen sonra ortaya çıkan sorun, faiz oranları ile önceden açıklanan TL’deki değer kaybı oranları arasında bir uyumsuzluğun olmasıdır. Bu uyumsuzluk, hazinenin iç borcu döndürme gücünü azaltmış ve faiz oranlarını yükselmiştir. Özatay ve Sak’a göre, ya faiz oranları TL’nin değer yitirme oranına uyumlu olacak bir düzeye kadar düşmeli ya da döviz kuru rejimi değiştirilmelidir. Süreç içinde, politik arenada oluşan belirsizlik ve döviz kuru rejimine olan güvensizlik nedeniyle de Şubat 2001’de söz konusu rejim uygulamadan kaldırılmıştır.

Bu tarihten sonra dalgalı kur rejimi uygulanmaya başlamış ve para politikası olarak enflasyon hedeflemesi benimsenmiştir. Dalgalı kur rejimi ile ekonomik istikrarın sağlanması ve iç-dış şoklara karşı duyarlılığın azalması amaçlanmaktadır. 2004 para ve kur politikasında döviz piyasasına yapılan müdahalelerde oynaklık düzeyi kadar gelecekte oluşacak oynaklık oranının da önemli olduğu vurgulanmaktadır. Ayrıca Merkez Bankası’nın yaptığı döviz alım müdahalelerinin güçlü bir döviz rezervi oluşturmak için gerekli olduğu belirtilmiş ve böylece de ters dolarizasyonun gerçekleşebileceği savunulmuştur. Uygulanan politikalar sonunda, 2003 yılında oluşan fazla likitide ile hazinenin TL cinsinden borçlanmasının arttığı ve net döviz cinsi borç geri ödemelerini sağlandığı belirtilmiştir. 2005

yılında kur politikasının belirlenmesinde ise yine dalgalı kur rejiminin önemi üzerinde durulmuş ve 2003 yılındaki önlemler ile TL olarak tutulan likitidenin artışı belirtilmiştir.

Ancak ekonomide gerçekleşen rakamlara baktığımızda, reel faiz oranlarının yüksek bir düzeyde seyrettiği ve bütçe açıklarının GSMH'ye oranının hala nisbi olarak yüksek düzeyini koruduğu görülür. Reel ve nominal kur arasındaki fark geçmiş döneme göre azalmış ve kurdaki aşırı değerlemeyi yok edilerek geçmişte oluşan faiz kur arbitrajı yok edilmiştir.

3. SERMAYE PİYASASI ve BANKACILIK KANALLARI

Kısa süreli yabancı sermaye girişlerinin üretimi ve dolayısı ile ekonomik büyümeyi nasıl etkilediği hakkında yapılan ampirik çalışmalardan daha önce söz edilmişti. Bu çalışmada, kısa süreli sermaye girişlerinin üretimi nasıl etkilediği, Alper ve Sağlam (2001)'in çalışmasındaki metodolojiye benzer bir şekilde, iki farklı ayırım yapılarak incelenmektedir. Alper ve Sağlam (2001) bu yöntemi ani sermaye çıkışlarının reel ekonomiye etkilerinin incelenmesi amacıyla yapmaktadır. Biz ise çalışmamızda, kısa süreli sermaye girişlerinin Alper ve Sağlam (2001)'in tanımladıkları kanallardan diğer varlık fiyatları kanalı (Other Asset Prices Channel) ve kredi kanalı (Credit Channel)'na benzer şekilde, sermaye ve bankacılık kanalı yoluyla sanayi üretiminin büyüme oranlarını nasıl etkilediğini ve bu kanallardan hangisinin daha etkin olarak çalıştığını araştırmaktayız. Şimdi bu kanalları kısaca inceleyelim.

3.1 Sermaye Piyasası Kanalı

Net portföy yatırımları İMKB ve hazine bonolarına yapılan kısa-vadeli spekülasyon yatırımları içermekte ve sermaye piyasası kanalı içindeki kısa süreli sermaye girişi şokunu temsil etmektedir. Ödemeler Bilançosunun portföy hesabı kaleminde izlenen kısa süreli sermaye artışı, hem döviz kurunun düşmesine (yani YTL nin aşırı değerlenmesine) hem de firmaların İMKB'daki senetlerine olan talebinin artmasına neden olmaktadır. İMKB'deki firmaların hisselerine olan talep artışı hisse senetlerinin fiyatlarında yükselmeye neden olarak firmaların sermayelerini yenileme maliyetlerine oranla (Tobin's q), piyasa değerlerinin yükselmesine neden olacaktır. Başka bir deyişle firmanın piyasa değeri (market value) aktiflerinin yenilenme değerinden (ya da şirketin net değerinden) fazla olacaktır. Bu ise firmaların aktifinde yer alan yatırımlarının daha düşük maliyetle artması anlamına geldiği için ekonomideki üretimlerinin artmasını ve ekonomik büyümenin gerçekleşmesini sağlayacaktır.

3.2 Bankacılık Kanalı

Ödemeler bilançosundaki net yükümlülükler banka kredilerinden oluşmakta ve bankacılık kanalı içindeki kısa süreli sermaye girişi şokunu temsil etmektedir. Bankacılık sistemine kısa süreli yükümlülükler şeklinde giren yabancı sermayede meydana gelen bir artış mevduat bankalarının rezervlerini ve mevduatlarını artırarak bankaların aktifinde yer alan (özel sektöre açtığı) kredilerin artışına neden olacaktır. Yani, bankaların borç verme yeteneğini artıracaktır. Banka kredilerinde meydana gelen bu artış ise tüketici kredileri ile özel tüketimi artırıp talep yanlı bir artış yaratarak üretim üzerine kısa süreli bir etki yapar. Diğer yandan banka kredilerindeki artış, ticari kredileri ve dolayısı ile yatırım harcamalarını artırarak ekonomik büyümenin daha uzun süreli olarak gerçekleşmesine neden olacaktır.

4- SERMAYE GİRİŞİ ve TÜRKİYE

Aşağıda özetlenen sermaye girişleri hakkında yapılan çalışmalara bakıldığında, çoğunun gelişmiş ülkeleri kapsadığı ve elde edilen ampirik sonuçların da genellikle çelişkili olduğu görülür. Türkiye ile ilgili çalışmaların çoğu mali dengesizlikler, faiz oranları ve yabancı sermaye girişi gibi makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri araştırmaktadır. Bir bütün olarak, yabancı sermaye girişinin hangi kanallar üzerinden ekonomik büyümeye etkili olduğu, literatürde gelişmekte olan ülkeler açısından fazla ilgi görmemiştir.

Agénor vd. (1997)'nin çalışmasında, Türkiye ekonomisinin 1987.I-1995.I dönemi hükümet harcamaları, sermaye girişleri ve reel döviz kuru arasındaki ilişkiler VAR metodu kullanılarak incelenmiştir. Çalışmada, faiz farkındaki pozitif bir şok sermaye girişine ve reel döviz kurunun değerlenmesine neden olurken, hükümet harcamalarına ve sermaye girişine verilecek pozitif bir şokun reel döviz kurunun geçici de olsa değerlenmesine neden olduğu bulunmuştur. Kirmanoğlu ve Özçelik (1999), net kısa dönem sermaye akımının ekonomik büyüme, reel döviz kuru, reel faiz oranı,

enflasyon oranı, reel ücretler ve yatırım üzerindeki etkilerini 1987.IV-1998.II dönemi için tahmin etmişler ve sermaye girişinin geçici olarak faiz oranlarının düşmesine ve yatırım ve büyümeyi uyardığı sonuçlarına ulaşmışlardır. Ayrıca, kısa dönem sermaye girişine verilecek bir şokun reel döviz kurunun değerlendirilmesine, enflasyon oranının ve reel ücretlerin düşmesine neden olduğunu öne sürmüşlerdir.

Celasun vd. (1999), 1990.01-1997.12 dönemi için OLS metodunu kullanarak kısa dönem sermaye girişlerinin örtülü olmayan hazine bonusu faiz oranı farkına ve GSYİH büyüme oranına yanıtını tahmin etmişler ve kısa dönem sermaye girişini çeken en önemli faktörün faiz oranı farkından ziyade ekonomide büyüme olanaklarının olduğunu tesbit etmişlerdir. Akçoraoğlu (2001) 1989.I-1999.IV dönemi için, Granger nedensellik ve VAR modeline göre, sermaye girişinin ekonomik büyüme oranı üzerindeki etkisini incelemişler ve sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir olumlu etkisinin olmadığını göstermiştir. Çalışmasında ayrıca, 1984.I-1988.IV ve 1989.I-1999.IV dönemleri için cari hesaplar ile sermaye hesapları arasındaki ilişkiyi test etmiş ve birinci dönem için sermaye hesaplarından cari hesaplara doğru bir nedensellik bulamadıklarını, ikinci dönem için yani liberalizasyon sonrası dönem için, sermaye hesaplarına bir şokun cari hesaplar dengesini açıklamakta önemli olduğunu bulmuşlardır. Ampirik kanıtlarına göre, Türkiye’de sermaye hesaplarının serbestleşmesi cari hesapların dengesizlikleri üzerinde en büyük rolü teşkil etmektedir.

Şahinbeyoğlu (2001)’nın çalışmasında, birincil bütçe açığındaki beklenmedik yüzde 1 artış (ya da şok) döviz kuru risk primini artırarak reel faiz oranlarını artırmaktadır. Uzun dönemde, yüksek reel faiz oranlarının dışlama etkisi, çıktıda ve çıktı açığında bir azalmaya neden olmaktadır. Aynı tip bir şok, reel döviz kurunu değerlendirir fakat daha sonra, döviz kuruna yine aynı miktarda değer kaybettirir. Daha ileri düzeyde, nominal faiz oranlarındaki bir artış reel faiz oranlarını artırmakta ve faiz oranlarındaki bu artış reel döviz kurunun değer kazanmasına ve enflasyon oranlarında bir düşüşe neden olmaktadır. Ulengin ve Yentürk (2001), 1987.I-1997.IV dönemi için VAR modeli kullanarak, sermaye girişlerinin özel tüketim ve yatırımlar üzerindeki etkisini incelemişler ve sermaye girişine verilecek bir şokun tüketimde artışa neden olduğunu bulmuşlardır.

Berument ve Dinçer (2004), sermaye girişinin küçük bir ekonomideki, Türkiye, makroekonomik etkilerini aylık veri kullanarak VAR yöntemi ile 1992.01-2001.06 dönemini incelemektedirler. Yazarlar, kısa dönemde, sermaye girişinin TL’yi değerlendirdiği ve üretimde ve para arzında bir artış yarattığını, fakat faiz oranı ve fiyatları düşürdüğü sonucuna ulaşmaktadırlar.

Alper ve Sağlam (2001) ise önceki çalışmalardan farklı bir yöntem izlemişler ve 1994 para krizi, Aralık 1994 Meksika krizi, Kasım 1997 Doğu Asya krizi, ve Ağustos 1998 Rusya krizlerini takiben sermaye çıkışının reel ekonomiye olan etkilerini tahmin etmişlerdir. VAR metodu ile Eylül 1989-Nisan 1999 dönemi için, çıktıda bir azalmanın ve faiz oranlarındaki artışın yatırımcıların duyarlılığındaki iyi niyete, güdü davranışlarına ve finansal paniğe bağlı olduğunu bulmuşlardır. 1990’larda Türkiye ekonomisinde yaşanan ani sermaye çıkış kanalını, ve özellikle finansal krizin aktarım mekanizmasının varlık piyasaları ve kredi kanalı aracılığı ile olup olmadığını incelemişlerdir. Sonuç olarak, varlık ve kredi aktarım mekanizması kanalının etkili olduğunu söylemektedirler.

Çimenoglu ve Yentürk (2002) yabancı sermaye girişinin Türkiye ekonomisine olan etkilerini incelemekte ve bunun hangi mekanizma üzerinden etki yarattığını ele almaktadırlar. Talep yanlı (yani, net sermaye girişinin kamu açıklarını finanse etmek için kullanılması ile özel sektörün tüketim talebini etkilemesi) ve arz yanlı (net sermaye girişinin bankacılık sistemi üzerinden tüketici ve ticari kredilerin arzını etkileyerek yatırımları etkilemesi) kanalları inceleyerek ve sermayenin Türkiye’ye gelmesinin temel belirleyicisi olarak ülkenin içinde bulunduğu makroekonomik yapı olduğunu söylemektedirler. Sermaye girişinin temel olarak bankacılık sektörü kanalı üzerinden olduğunu ve diğer kanalla giren sermayenin TL’nin değerlendirilmesine neden olduğunu belirtmektedirler. Böylece arz kanalı, sermaye girişi ve TL’nin reel olarak değerlendirilmesi nedeniyle, bankaların daha fazla taleple karşılaşan firmalara büyük miktarlarda borç vermesini kapsamaktadır. Sermaye girişindeki bir artışın önce özel sektörün tüketim talebinde bir artışa neden olduğunu, ve sonra da yatırım harcamalarında bir artışa neden olarak ekonomide bütün bir büyümeye neden olduğunu söylemektedirler.

5. METODOLOJİ ve VERİ

Bu çalışmada, kısa süreli sermaye hareketlerinin alt bileşenlerinden olan özel kesim portföy yatırımlarının ve kısa süreli bankacılık sektörüne gelen yabancı sermayenin sırasıyla sermaye piyasası (İMKB) ve bankacılık kanalları yoluyla ekonomik üretimin temsilcilerinden biri sayılan sanayi üretimini nasıl etkilediği incelenmektedir. Bu amaçla incelenen dönem, sermaye girişlerinin serbest olduğu 1989 yılından sonraki dönemi kapsayan 1992:01-2005:06 arası dönem olarak seçilmiştir. Veriler, internet ortamında mevcut olan TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)' den temin edilmiştir.

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisini incelemek için, sınırlı olmayan VAR modeli kullanılmıştır. Sims (1980)'in yöntemi olan VAR, sistemdeki her bir değişkenin hem kendisinin hem de diğer değişkenlerin gecikmeli değerlerine göre regresyon edildiği sıradan en küçük kareler yöntemidir. Etki-tepki fonksiyonları (IRFs) ise sistemdeki her bir değişkenin sistemin değişkenlerinden birine verilecek bir-birim standart şoka karşı tahmin edilen yanıtlarını gösterir. VAR sıralamasındaki her değişkenin, kendisinden önce gelen değişkenler tarafından 1 ay içinde etkilendiği, fakat aynı zaman diliminde kendisinden sonra gelen değişkenlerce etkilenmediği varsayılmaktadır. Etki-tepki analizinde kullanılan tüm değişkenler için gecikme uzunlukları Akaike (AIC) ve Schwartz (SC) kriterlerine göre, sırası ile, 4 ve 3 dönem olarak seçilmiştir.

Değişkenler, Sermaye Piyasası Kanalı için; Kısa Süreli Portföy Yatırımları (PORTFOY), Rezerv Para, (REZERV), Reel İnterbank Faiz Oranı (RIFO), İMKB Fiyat İndeksi (İMKB), Sanayi Üretim İndeksi (SUE) ve 2000-2001 krizlerini temsilen kukla (DUMMY) verileridir. Bankacılık Kanalı için ise, Kısa Süreli Banka Yükümlülükleri (BANKA), Rezerv Para (RESERV), Mevduat Bankalarının Toplam Mevduatı (MEVDUAT), Mevduat Bankalarının Özel Sektör Toplam Kredileri (KREDİ), Sanayi Üretim İndeksi (SUE), ve Krizi temsilen kukla (DUMMY) değişkenleri kullanılmıştır. Kullanılan veriler mevsimsellikten arındırılmış ve durağanlığı sağlamak amacı ile (interbank faiz oranı ve portföy yatırımları değişkenleri hariç) nominal değişkenlerin Hodrick-Prescott (HP) yöntemi ile trend'den sapması alınmıştır.

Şokun her bir değişken üzerindeki etkisini belirleyebilmek için, değişkenlerin sıralanışı belirlenmiştir. Değişkenlerin sıralanması konusunda kesin bir belirleyici yöntem bulunmamakla birlikte, incelenen ekonominin kendine ait özellikleri ile değişkenlerin incelenen kanalda birbirlerini etkileme sırası ve ekonomik teoriye göre belli varsayımlar yapılabilir. Buna uygun olarak olarak, çalışmamızda bağımlı değişkenler dışsalıktan içselliğe doğru sıralanmış olmaktadır. Bu yöntem Sims (1980) tarafından tavsiye edilmekte ve bağımlı değişkenler arasında aynı dönem (eş-anlı) ilişkilerin neden-sonuç ilişkisine göre sıralanmasını sağlayan Choleski faktörizasyonu yöntemi kullanılmaktadır. Buna göre, VAR yönteminde değişkenlerin sıralaması aşağıdaki şekilde yapılmıştır:

Sermaye Piyasası Kanalı

PORTFOY → REZERV → RIFO → İMKB → SUE

Bankacılık Piyasası Kanalı

BANKA → RESERV → MEVDUAT → KREDİ → SUE

Sermaye Piyasası Kanalı için; Kısa Süreli Portföy Yatırımları, sıralamada ilk sırayı almaktadır. İMKB yatırımlarını izleyen ikinci hareketin rezervlerde bir değişikliğe neden olacağı varsayılmıştır. Ne varki rezervlerde bir değişme, bir yandan Merkez Bankası'nın izlediği döviz kuru rejimine diğer yandan, eğer döviz müdahalede bulunuluyorsa, enflasyonu önleme amacına hizmet eden sterilizasyon operasyonunun başarısına bağlıdır. Rezervlerde bir değişmeye bağlı olarak bankalararası reel gecelik faiz oranları da değişecektir. Sonuç olarak, asıl hedefi İMKB'de portföy yatırımı yapmak olan yabancı sermayenin hisse senedi fiyatlarını artıracığı ve bunun da firmaların kaynak bulma maliyetlerini azaltarak yatırımları ve üretimi artıracığı varsayılmaktadır. Bankacılık kanalı için kullanılan değişkenler ise --rezervlerdeki değişmeden sonra-- mevduatlar ve sonra da özel kesime açılan kredileri artırarak talep veya arz kaynaklı bir üretim artışına neden olacaktır.

6. TEST SONUÇLARI

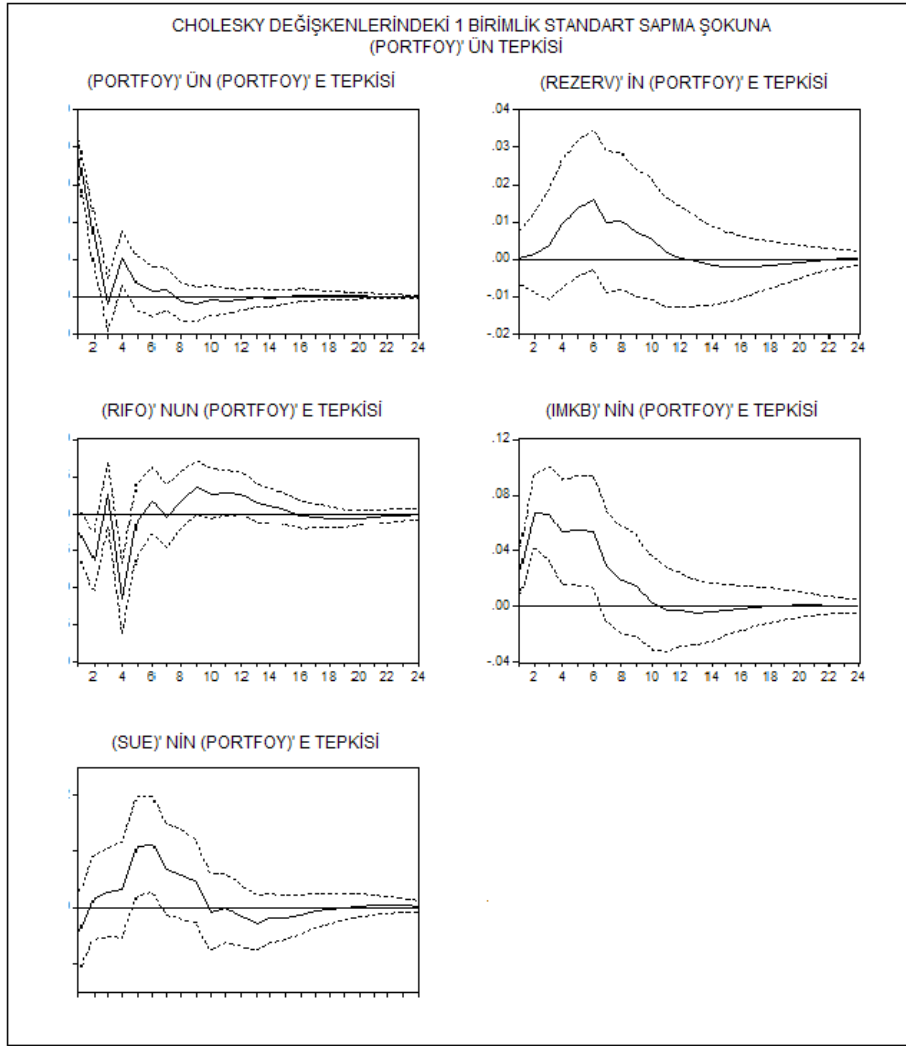
Grafik 1’den de anlaşılacağı üzere, sermaye piyasası kanalı ile ülkeye giren kısa süreli sermaye girişlerindeki (PORTFOY) bir şok, yaklaşık 3.5-4 ay sonra 1 ay süre ile daha fazla ve yeni sermaye girişlerine neden olmaktadır. Ne var ki, yabancı para cinsinden sermaye girişine karşılık rezervlerde (REZERV) anlamlı bir artış görünmemektedir. Bu bulguyu iki şekilde yorumlamak mümkündür. Birincisi, Merkez Bankası’nın İMKB’ye portföy yatırımı şeklinde gelen yabancı para karşısında, döviz kurlarının belli bir band içinde sabit tutulması amacıyla döviz piyasasına tam müdahalede bulunmamasıdır, ki bu durumda rezervlerde anlamlı bir şekilde artış olmaması zaten beklenen bir durumdur. İkinci olarak, eğer Merkez Bankası’nın değeri artan döviz kuruna tam müdahalede bulunduğu varsayılırsa, bunun sonucunda artan para miktarı başarılı bir sterilizasyon operasyonu ile azaltılıp rezervlerde anlamlı bir artışın önüne geçilmektedir. Kısaca, rezervlerin sermaye girişine karşılık anlamlı bir pozitif tepki vermemesinin nedenini, Merkez Bankası’nın bu sermaye girişine karşılık döviz kurlarını sabit tutmak için yaptığı müdahale sonucu uyguladığı başarılı bir sterilizasyon operasyonundan daha çok, portföy kanalı ile gelen döviz sonucu aşırı değerlenen Türk lirasına tam ve mükemmel müdahale olanağının bulunmaması ve/veya kurlardaki değişimlere belli ölçülerde müdahale etmesi olasılığı ile açıklamak daha gerçekçi bir yorum olacaktır.

Bununla birlikte portföy kanalı yoluyla sisteme giren sermaye şokuna interbank faiz oranları (RİFO) yaklaşık olarak 2. ve 4. aylarda negatif olarak tepki vermiş ama bu tepkinin süresi 2 dönemde de 1 ay kadar çok kısa süre için geçerli olmuştur. Sermaye piyasasındaki hisse senedi fiyatlarının (İMKB) kısa süreli sermaye girişlerine tepkisi ise daha anlamlı ve uzun süreli olarak bulgulardan elde edilmiştir. Bu pozitif ve anlamlı tepki, şokun olduğu dönem ile başlamakta ve yaklaşık 7 ay süre ile devam etmektedir. Bu pozitif tepkinin, yabancı sermayenin hisse senetlerine aşırı talebi sonucunda gerçekleştiği yorumu yapılabilir. İMKB endeksindeki artış sonucu firmaların hisse senetlerinin fiyatlarındaki artış ise, daha önce sözü edildiği üzere, firmaların piyasa değerlerinin aktiflerinin yenilenme değerinden fazla olmasına, bunun da firmaların aktiflerinde yer alan yatırımlarını artırmasına yol açmasına ve bu artış sonucu artan sanayi üretiminin (SUE) başlangıçtaki sermaye girişine pozitif olarak tepki vermesine neden olmaktadır. SUE, Grafik 1’den de izleneceği şekilde portföy kanalı ile gelen kısa süreli sermaye girişine, şoktan yaklaşık 5 ay sonra pozitif olarak tepki vermekte ve bu tepki yaklaşık 2 ay süreyle devam etmektedir.

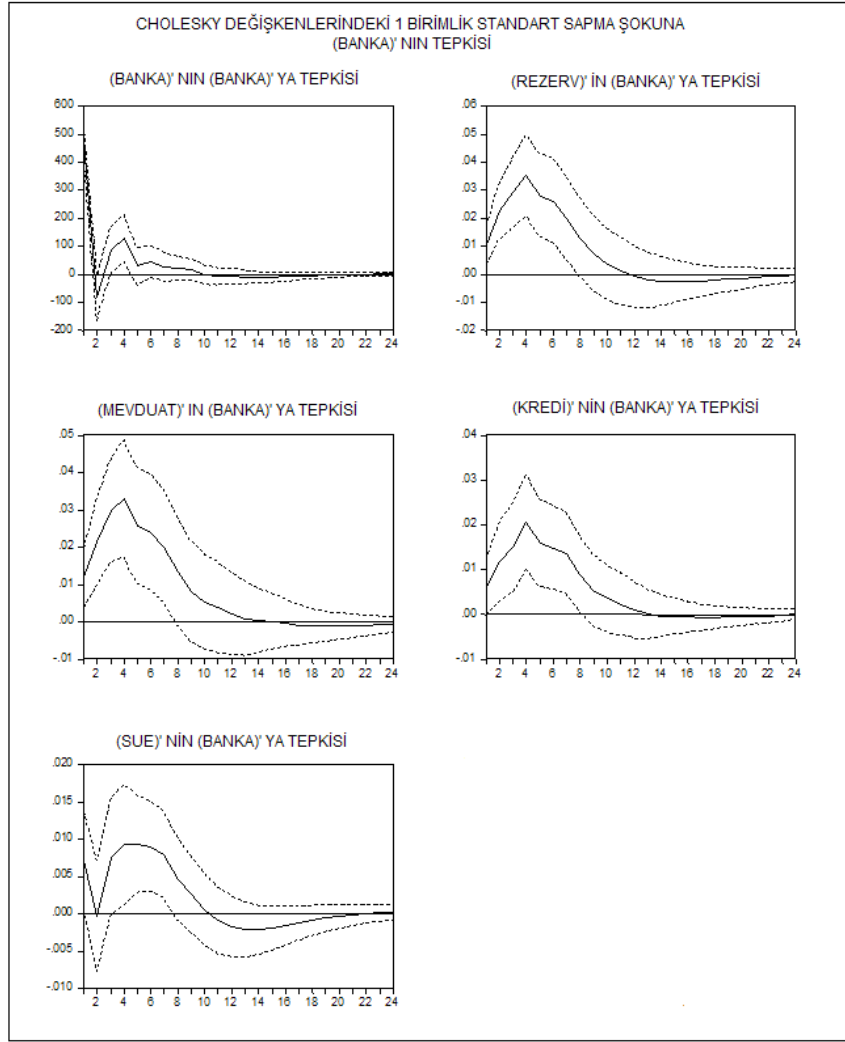
İMKB’deki hisse senetlerine talep artışı şeklinde incelenen kısa süreli yabancı sermayenin sonuç olarak sanayi üretimindeki büyüme oranına kısa süreli etkisinin nedeni, firmaların bu yeni kaynaktan yatırımlarını ve üretimlerini kalıcı olarak artırmasından daha çok, ancak kapasite kullanım oranlarını artırarak faydalandığı tezine dayandırılabilir. Ayrıca hisse senedi fiyatlarındaki artış sonucu tüketicilerin servetlerindeki meydana gelebilecek bir artış sonucu üretim artışının yoğunlukla talep kaynaklı olabileceği de göz ardı edilmemelidir.

Kısa süreli sermaye girişlerindeki bir şoka VAR değişkenleri ve sonuçta Sanayi Üretim Endeksinin bankacılık kanalı yoluyla verdiği tepkiler ise Grafik 2’de sunulmaktadır. Bankaların yurt dışından aldıkları kısa süreli borçlanmaları (BANKA) yoluyla yükümlülüklerindeki bir artıştan yaklaşık 3 ay sonra, aynı yolla daha fazla sermaye girişlerine neden olduğu ve bu tepkinin 2 ay süre ile devam ettiği görülmektedir. Şok, rezervleri (REZERV) ise yaklaşık olarak 8 ay süre ile artırmaktadır. Rezervlerin anlamlı bir derecede artması, Merkez Bankası’nın, bankacılık kanalıyla sisteme giren yabancı sermaye karşısında kurları sabit tutmak amacıyla döviz piyasasına daha kolay müdahale ettiği, buna karşılık, müdahale sonrası artan para stokunu başarılı bir sterilizasyon ile piyasadan toplayamadığı anlamına gelmektedir.

Şekil 1. Etki-Tepki Fonksiyon Grafikleri (Sermaye Piyasası Kanalı)



Şekil 2. Etki-Tepki Fonksiyon Grafikleri (Bankacılık Kanalı)



Bankacılık kanalıyla sisteme giren sermaye şokuna Mevduat Bankalarının Toplam Mevduatı (MEVDUAT) şokun başlaması ile birlikte yaklaşık olarak 8 ay pozitif ve anlamlı olarak tepki vermiştir. Rezervlerdeki artış ile birlikte mevduatların artışı oldukça uyumlu bir ilişkidir. Bankacılık kanalının önemli zincirlerinden biri olan mevduat artışını mevduat bankalarının özel sektör kredi (KREDİ), artışının izlemesi de bulgulardan çıkan bir sonuçtur. Grafikten izleneceği üzere, krediler, şoktan hemen sonra yine mevduatların tepkisine benzer biçimde yaklaşık olarak 8 ay süreyle anlamlı olarak aynı yönde tepki vermiştir. Son olarak, sanayi üretim endeksi, kısa süreli banka yükümlülükleri şeklindeki kısa süreli sermaye girişine, başlangıçtaki şoktan yaklaşık 3 ay sonra başlamak üzere 5 ay süreyle pozitif ve anlamlı olarak tepki göstermiştir.

Burada dikkat edilmesi gereken konu, sanayi üretimindeki artışa neden olduğu gözlenen mevduat bankalarındaki kredi artışının, ticari kredi artışından mı yoksa tüketici kredisi artışından mı olduğunun belli olmamasıdır. Ne var ki, sanayi üretiminin şoka kısa süreli tepkisi, sanayi üretim artışının talep yönlü bir artış şeklinde olduğu, bunun da kredilerdeki artışın daha yoğunlukla tüketici kredilerinden kaynaklandığı yorumunu yapmamıza neden olmaktadır.

7. SONUÇ

Türkiye’de 1990 sonrası başlayan finansal liberalizasyon sürecinde, yüksek kamu açıkları sonucunda oluşan faiz ve kar arbitrajı sonucunda meydana gelen kısa süreli sermaye girişlerinin ekonomik büyümenin kaynağı olup olmadığı tartışılmaktadır. Bu tartışmanın temeli sermaye girişlerinin kısa süreli olması nedeniyle aynı zamanda kolay ve hızlı şekilde de yurt dışına çıkabileceği ve yaratması beklenen ekonomik katkıdan ziyade ülke ekonomisini krizlerle karşı karşıya bırakabileceği olasılığıdır. Kısa süreli sermaye girişlerinin, bu anlamda ekonomiye bir maliyetinin mi

yoksa ekonomik büyümenin bir kaynağı mı olduğu test edilmekle birlikte, bu iki etkinin hangi finansal kanallar aracılığı ile reel ekonomiyi etkilediği de ayrıca tartışılmaktadır.

Bu çalışmada, yukarıda bahsedilen amaca yönelik, kısa süreli sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye etkisinin olup olmadığı ve eğer bir etki söz konusu ise, sermaye ya da bankacılık kanalı ile sanayi üretiminin büyümesine etki edip etmediği test edilmektedir. 1992.01-2005.06 dönemi incelenerek bankacılık ve sermaye piyasası üzerinden gelen yabancı sermayenin --sanayi üretimindeki büyüme anlamında-- ekonomik büyüme üzerinde kısa süreli bir etkisinin olduğu bulunmuştur. Ekonomik büyümenin sermaye girişindeki bir şoka tepkisi her iki kanal için büyüklük olarak aynı iken, bankacılık kanalı için tepki, daha hızlı ve uzun sürelidir. Portföy kanalı ile gelen kısa süreli yabancı sermayenin sanayi üretimindeki büyüme oranına kısa süreli etkisinin nedenleri, firmaların bu yeni kaynaktan faydalanarak yatırımlarını ve üretimlerini kalıcı olarak artırmasından daha çok, kapasite kullanım oranlarını artırmaları, ve hisse senedi fiyatlarındaki yükselişin, tüketicilerin servetlerini ve dolayısı ile yoğunlukla talebi artırarak üretimi artırabileceğidir. Bankacılık kanalıyla gelen sermayenin sanayi üretimini kısa süreli artırmasının nedeni ise, sermaye girişlerinin yoğunlukla, talebi canlandırıcı etkisi bilinen, tüketici kredilerine yansımadır. Bunun yanında ticari kredilerin arz yanlı etkisinin göz ardı edilmemesi gerektiği, bankacılık kanalının sermaye piyasası kanalından daha etkin olduğu bulgusu ile desteklenmektedir.

KAYNAKLAR

- Agenor, P.-R., C. J. McDermott, and E. M. Ucer, (1997) "Financial Imbalances, Capital Inflows, and the Real Exchange Rate: The Case of Turkey." *European Economic Review*, no.41, pp. 819-825.
- Akçoraoğlu, A., (2001) "International Capital Movements, External Imbalances and Economic Growth: The Case of Turkey." *Yapı Kredi Economic Review*, Vol.11, No.2, pp.21-36.
- Alper, C. E., ve Z. Öniş, (2002) "Soft Budget Constraints, Government Ownership of Banks and Regulatory Failure: The Political Economy of the Turkish Banking System in the Post-Capital Account Liberalization Era", Bosphorus University, *Economic Departmental Working Paper*, no.02-2002, Istanbul, Turkey, February.
- Alper, C. E., ve İ. Sağlam, (2001) "The Transmission of a Sudden Capital Outflow." *Eastern European Economics*, Vol. 39, No.2, pp. 29-48.
- Berument, H. ve Nergiz D., (2004) "Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance in Emerging Markets?: The Turkish Experience" *Emerging Markets Finance and Trade*, 40 (4), pp. 20-32.
- Boratav, K. ve E. Yeldan, (2001), "Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In-)Stability, and Patterns of Distribution, " *Working Paper*, Bilkent University, Ankara, Turkey.
- Boratav, K., O. Türel, ve E. Yeldan, (1995) "The Turkish Economy in 1981-1992: A Balance Sheet, Problems and Prospects." *Journal of METU Studies in Development*, 22 (1), pp.1-36, 1995.
- BRSA Raporu, (2001) "Towards a Sound Turkish Banking Sector." *BDDK Yayını*, Mayıs 15.
- Celasun, Oya, Cevdet Denizer, and Dong He, (1999) "Capital Flows, Macroeconomic Management, and the Financial System: The Turkish Case, 1989-97." *IMF Working Paper*, No.2141.
- Çeviş, İ. ve C. Kadılar, (2001) "The Analysis of the Short-term Capital Movements by Using the VAR Model: The Case of Turkey." *Pakistan Development Review : An International Journal of Development Economics*, 40, 3, pp. 187-201.
- Çimenoglu, A. ve N. Yentürk, (2002) "Impact of International Capital Inflows on the Turkish Economy." *ERC METU VI. International Conference in Economics Symposium Proceedings*, September, pp.1-28.
- Dağdelen, İlhan, (2004) "Liberalizasyon." *Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi*, 12 Ekim.
- Eichengreen, B., (2002) "Crisis Prevention and Management: Any New Lessons From Argentina and Turkey." *Background Paper of World Bank's Global Development Finance*, pp.1-35.
- Emel, A. B., ve R. Yolalan, (1999) "Measuring the Relative Financial Performance of Firms in a Credit Scoring Context." *YKB Discussion Paper Series No.99-04*, www.ykb.com.tr, November, pp.1-20.
- Kirmanoglu, H., ve Ö. Özcelik, (1999) "The Effect of Short-Term Capital Inflow on the Turkish Economy." *Yapı Kredi Economic Review*, Vol.10, No.1, pp.27-34.

- Levine, R., (2004) "Finance and Growth: Theory and Evidence." NBER Working Paper No.10766, www.nber.org/papers/w10766 pp.1-118.
- Levine, R., (2003) "More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?" *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review* July-August 2003, pp.1-16.
- McHale, J., (2001) "Turkey" in NBER Program on Exchange Rate Crises in Emerging Markets, www.nber.org/crisis/turkey/report.html, July 18.
- Özatay, F. ve G. Sak, (2002) "The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey." Presented paper at Brookings Trade Forum 2002: Currency Crisis - What We Have Learned, www.brookings.edu/es/commentary/journal/trade/forum/default.htm, May 02.
- Şahinbeyoglu, G., (2001) "Monetary Transmission Mechanism: A View From A High Inflationary Environment." *The CBRT Discussion Paper*, No.2001/1.
- Saygılı, Ş., (2003) "Yeni Büyüme Stratejisi ve Finans Sektörü." *VII. ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi Sunumu*, 6 Eylül, ss.1-39.
- Shirai, S., (2002) "Road from State to Market: Assessing the Gradual Approach to Banking Sector Reforms in India." *ADB Institute Research Paper*, no.32, 25 February, pp.1-72.
- Sims, C., (1980) "Macroeconomics and Reality", *Econometrica* (48,1), pp.1-48.
- Takan, M., (2001) Bankacılık: Teori, Uygulama ve Yönetim, Ankara: Nobel Yayınevi, Mart.
- Taş, S., (2001) "Finansal Liberalizasyon, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri" Yayınlanmamış Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- TCMB, (2002) Para Politikası Raporu, www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/ppr-nisan2002.pdf, (Erişim tarihi, 19 Aralık 2005), Nisan, ss.1-76.
- Ulengin, Burç, and Nurhan Yentürk, (2001), "Impacts of Capital Inflows on Aggregate Spending Categories: The Case of Turkey", *Applied Economics*, No.33, pp.1321-1328.
- Yülek, M., (1998), Financial Liberalization and the Real Economy, Capital Markets Board of Turkey Publication, No.110, January.