

TÜRKİYE'YE YÖNELİK FİNANSAL SERMAYE AKIMLARININ TASARRUF VE YATIRIM ÜZERİNE ETKİSİ

Özcan KARAHAN*
Evren İPEK**

ÖZET

Bu makale Türkiye'ye yönelik finansal sermaye akımlarının yurtiçi tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkilerini 1991:4–2013:4 arasındaki dönem için üçer aylık veriler kullanarak Sınır Testi ve ARDL yaklaşımı çerçevesinde belirlemeyi amaçlamaktadır. ARDL modelinden elde edilen uzun dönemli katsayılar finansal sermaye akımlarının yurtiçi tasarrufları negatif, yatırımları ise pozitif yönde etkilediğine işaret etmektedir. Bu zıt yönlü etkiler, büyümenin dış kaynaklara bağımlılığını dolayısı ile de ekonominin kırılganlığını artırmaktadır. Buna göre, Türkiye'ye yönelik finansal sermaye girişlerinin sürdürülebilir bir ekonomik büyüme sağlaması için yurtiçi tasarrufların artırılmasına yönelik politika seçeneklerinin hayata geçirilmesi büyük önem kazanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Sermaye Akımları, Yurtiçi Tasarruf, Yatırım, Sınır Testi, ARDL, Hata Düzeltme Modeli.

JEL Sınıflaması: E21, E22, F32.

ABSTRACT

IMPACTS OF FINANCIAL CAPITAL FLOWS TO TURKEY ON SAVING AND INVESTMENT

This paper aims to identify the impacts of financial capital flows to Turkey on domestic savings and investments by using quarterly data related to 1991:4–2013:4 period. For this purpose, Bound Test and ARDL methodologies are performed. The long run coefficients from ARDL models, indicate that financial capital flows affect domestic savings negatively and investments positively. These opposite effects increase the dependence of economic growth on foreign resources and so fragility of the economy. Accordingly, for financial capital flows to provide a sustainable economic growth, implementation of policy options for increasing savings gains great importance.

Keywords: Financial Capital Flows, Domestic Saving, Investment, Bound Test, ARDL, Error

* Prof. Dr., Balıkesir Üniversitesi, İktisat Bölümü (karahan@dr.com)

** Dr., Balıkesir Üniversitesi, İktisat Bölümü (ipek@balikesir.edu.tr)

Correction Model.

JEL Classification: E21, E22, F32.

1. Giriş

Uluslararası sermaye akımlarının yöneldikleri ülkelerin çeşitli makro-ekonomik göstergeleri üzerinde yarattıkları etkiler literatürde birçok çalışmaya konu olmuştur. Bu makalede de finansal sermaye akımlarının yurtiçi tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkisi Türkiye ekonomisi için 1991:4–2013:4 arasındaki döneme ilişkin üçer aylık verilerle Sınır Testi ve ARDL Yöntemi ile analiz edilmektedir. Böylelikle, sermaye girişlerine bağlı ekonomik büyümenin sürdürülebilirlik koşullarının söz konusu fonların Türkiye’de tasarruf ve yatırım üzerine yarattığı etkiler çerçevesinde incelenmesi amaçlanmaktadır.

Türkiye gibi cari açık vererek büyüyen bir ülkede cari açığı finanse eden yabancı sermayenin türü ve bu yabancı sermayenin nasıl kullanıldığı önem arz etmektedir. Yabancı sermayeye bağlı ekonomik büyümenin ve cari açığın sürdürülebilirliği için bu fonların reel yatırımları, özellikle de ticarete konu olan sektörlerdeki yatırımları, finanse ederek ihracatı artırması gerekmektedir. Ancak bu sayede, alınan borçların faiziyle birlikte ödenebilmesi için gerekli reel birikim sağlanabilecektir. Ayrıca dış kaynaklardan faydalanılarak yatırım artışının sağlanabilmesi, yarattığı gelir artışı yoluyla, düşük tasarruf düzeylerinin yükseltilmesine de olanak sağlayacaktır. Yabancı sermayenin yatırımları artırması kadar yurtiçi tasarrufları artırıcı etkiler yaratması da önemlidir. Yabancı sermaye akımları yöneldiği ülkenin yurtiçi fonlarına eklenerek toplam fon arzını, bir başka ifadeyle toplam tasarrufları artıracaktır. Ancak yabancı tasarruflara bağlı olarak toplam tasarruflar yükselirken yurtiçi tasarruflarda meydana gelen düşüş yönlü etkiler yabancı sermaye girişiyle karşı karşıya olan ülkeyi yatırım ve ekonomik büyüme anlamında yabancı sermayeye bağımlı hale getirir. Bir diğer ifadeyle, yurtiçi tasarruf artışı sağlanmadan gerçekleşen sermaye girişleri ülkenin yabancı fonlara bağımlılığını artırır. Özellikle ekonomik büyümenin kaynağı olan bu yabancı sermayenin kompozisyonunun ağırlıklı olarak spekülatif, kısa vadeli ve akışkan nitelikteki yabancı fonlardan oluşması (ki Türkiye ekonomisi için durum böyledir) ilgili ülkenin kırılganlığını artırarak ülkeyi önemli risklerle karşı karşıya bırakır.

Bu alandaki ampirik literatür incelendiğinde, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin genel olarak yurtiçi tasarrufları azaltırken yatırımları

artırdığı sonucuna varılmaktadır. Ahmad ve Ahmed (2002), Pakistan ekonomisi için 1972–2000 dönemine ilişkin yıllık verilerle ve VAR analiziyle; Touny (2008), Mısır ekonomisi için 1975–2006 dönemine ait yıllık verilerle ve dinamik zaman serisi analiziyle; Agrawal vd. (2009), beş Güney Asya ekonomisi için 1960–2005 dönemine ilişkin yıllık verilerle ve Dinamik EKK, ARDL analizleriyle yabancı sermaye akımlarının yurtiçi tasarruflar üzerindeki negatif yönlü etkilerine işaret etmişlerdir. Benzer şekilde Kara ve Kar (2005), 1980–2000 dönemine ilişkin yıllık verilerle ve EKK yöntemiyle; Örnek (2008) de 1996:4–2006:1 dönemine ilişkin üçer aylık verilerle ve VAR modeliyle Türkiye ekonomisi için gerçekleştirdikleri analizlerinde yabancı sermaye akımlarının yurtiçi tasarrufları azalttığı yönünde bulgulara erişmişlerdir.

Öte yandan finansal sermaye girişlerinin yatırımlar üzerine etkisini inceleyen geniş bir literatür bulunmaktadır. Jansen (2003), Tayland ekonomisi için 1980:1–1996:4 dönemine ait verilerle ve VAR modeliyle; Mileva (2008), 22 geçiş ekonomisi için 1995–2005 dönemine ait yıllık verilerle ve statik ve dinamik panel veri analiziyle; Pels (2010) 39 ülke için 1976–2003 dönemine ait panel verilerle ve EKK, GMM yöntemleriyle gerçekleştirdiği analizler ile yabancı sermayenin yatırımları pozitif yönde etkilediğine ilişkin sonuçlar elde etmişlerdir. Benzer şekilde Kara ve Kar (2005), 1980–2000 dönemine ilişkin yıllık verilerle ve EKK yöntemiyle; Çimenoglu ve Yentürk (2005) 1990–2002 dönemine ilişkin üçer aylık verilerle ve VAR modeliyle; Şengönül vd. (2007) 1990:1–2005:3 dönemine ait üçer aylık verilerle ve VAR modeliyle gerçekleştirdikleri analizlerinde Türkiye ekonomisinde yabancı sermaye akımlarının yatırımları artırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

Türkiye ekonomisine ilişkin ilgili ampirik literatür göz önünde bulundurulduğunda geçmiş çalışmaların veri aralığının güncelliğini yitirdiği tespit edilmektedir. Bu çalışma hem daha güncel verilerle hem de mevcut çalışmalardan farklı bir zaman serisi metodolojisi ile gerçekleştirdiği ampirik analizler bağlamında ilgili literatüre katkı sağlayacaktır. Bununla birlikte, çalışmanın bu alandaki ampirik literatüre bir başka katkısı da yabancı sermaye akımlarının yatırımlar ve tasarruflar üzerindeki etkisini “finansal sermaye” sınıflandırması ile sınamak olacaktır.

Beş bölümden oluşan bu çalışmanın giriş kısmını takip eden ikinci bölümünde finansal sermaye akımlarının tasarruf ve yatırımları etkilediği kanallar açıklanmış, üçüncü bölümünde çalışmanın yöntemi, modeli ve veri setine ilişkin bilgiler sunulmuş, dördüncü bölümde ise ampirik bulgular

değerlendirilmiştir. Sonuç kısmında ise Türkiye'ye yönelik finansal sermaye girişlerinin sürdürülebilirliğine ilişkin tespitlerde bulunulmuştur.

2. Finansal Sermayenin Yurtiçi Tasarrufları ve Yatırımları Etkileme Kanalları

Bir ülkeye yönelen finansal sermaye, yurtiçi tasarrufları ve yatırımları aşağıda belirlenen kanallarla etkileyebilmektedir:

2.1. Finansal Sermayenin Yurtiçi Tasarrufları Etkileme Kanalları

Finansal sermaye akımlarının yurtiçi tasarrufları hangi yönde etkilediğine ilişkin görüşler “Tamamlayıcılık Tezi” ve “İkame Tezi” etrafında gelişmiştir. Bu tezlerden ilki yabancı tasarrufların yurtiçi tasarrufları pozitif yönde etkilediğini ve tamamladığını ileri sürerken; ikincisi yabancı sermaye akımlarının yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkisinin negatif yönlü olduğunu ve yabancı tasarrufların yurtiçi tasarrufları ikame ettiğini, bir diğer ifadeyle dışladığını, savunmaktadır.

“Tamamlayıcılık Tezi”ne göre, yabancı sermaye akımları ülkede yerli fonlara eklenerek ödünç verilebilir fon arzını dolayısı ile de yatırım ve tüketim kredilerini artırmaktadır. Yatırım kredileri girişimcilerin finansman imkânlarını genişleterek yatırımları ve sonuç olarak milli geliri artırırken; tüketim kredileri de ekonomide toplam talebi büyütme yolu ile girişimcilerin beklenen hasılatlarını yükselterek toplam yatırımları ve milli geliri artırıcı etkiler yaratmaktadır. Böylece yabancı sermayeye bağlı olarak sağlanan ekonomik büyüme ve gelir artışı yoluyla yurtiçi tasarrufların da artması mümkün olmaktadır. Yabancı sermaye girişlerinin ülkenin yurtiçi tasarruflarını artıracak şekilde değerlendirilmesi sermaye girişlerinin sürdürülebilirliği açısından önemlidir. Sermaye girişi sonucu sağlanan fonların düşük tasarruf eğilimi nedeniyle daha çok tüketimde kullanılması ülkenin dış kaynaklara bağımlılığını dolayısı ile kırılganlığını artırmaktadır (Gavin vd., 1997: 3-4).

“İkame Tezi”ne göre ise, yabancı sermaye girişi sonrasında ülkedeki toplam yurtiçi tasarruflar azalmaktadır. Öyle ki, sermaye girişine bağlı olarak oluşan kolay finansman olanakları tüketimi körükleyerek, hane halkı harcanabilir gelirinin tüketilmeyen kısmını ifade eden özel tasarrufların düşmesine yol açabilmektedir (Reinhart ve Tokatlidis, 2005: 4). Bu süreçte hanehalkına yönelik artan banka kredilerinin önemli rolü bulunmaktadır (Zhou, 2008: 5). Finansal sistemin hızlı ve kontrolsüz liberalizasyonu, uluslararası piyasalarla ulusal piyasalar arasında aracılık işlevi yapan bankaların kredi stoklarını artırmakta (Montiel, 2000: 464), bu durumsa

ticarete konu olmayan sektörlerde, tüketici kredilerinde ve gayrimenkul alımlarında yoğunlaşan kredi patlamaları ile sonuçlanmaktadır (Yentürk, 2005: 162). Kısacası, uluslararası sermaye akımları bankacılık kesiminin aracılığıyla tüketici kredilerine dönüşerek tüketimi körüklemektedir (Uzunoğlu vd., 1995: 65). Sermaye girişiyle birlikte hane halkı tüketim artışına yol açan diğer önemli bir neden ise, likidite bollaşmasına bağlı olarak artan gayrimenkul ve menkul kıymet fiyatlarının yarattığı servet etkisidir. Buna göre, menkul kıymetlerin ve gayrimenkullerin değerinde görülen artış, kişilerin servetinin ve dolayısıyla da tüketim harcamalarının artmasına neden olmaktadır (Montiel, 2000: 464; Yıldırım vd., 2008: 543). Üstelik bu süreçte hane halkının sermaye girişi sonucu değerlendirilen varlıklarını yeni krediler için teminat olarak kullanması, kredi kullanımını dolayısıyla da tüketim patlamalarını ikinci kez tetikleyebilmektedir (World Bank, 1997: 248).

2.2. Finansal Sermayenin Yatırımları Etkileme Kanalları

Yabancı sermaye akımları yatırım harcamalarını ilk olarak yurtiçi faiz oranlarında meydana getirdiği değişimler kanalıyla etkilemektedir. Yabancı sermaye girişlerinin faiz oranlarında düşüş etkisi yaratabilme potansiyeli, faiz oranlarının yatırım harcamaları üzerindeki negatif yönlü etkisine bağlı olarak, yatırımlar üzerinde olumlu bir etkileme kanalı oluşturabilmektedir. Ödünç verilebilir fon talebinin değişmediği varsayıldığında, yabancı sermaye girişine bağlı olarak ödünç verilebilir fon arzında meydana gelen bir artış reel faiz oranlarının düşmesine neden olacaktır. Ancak, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, yabancı sermaye girişi sonrasında beklenen faiz oranı düşüşleri gerçekleşmemektedir. Yabancı sermaye girişinin spekülatif niteliği, yabancı fon girişine bağlı olarak artan kamu açıkları, yüksek para ikamesi ve yabancı sermayenin neden olacağı parasal genişlemenin önüne geçmek için uygulanan sterilizasyon politikaları sermaye girişi sonrasında beklenen faiz oranı düşüşlerini engelleyen başlıca faktörler olmaktadır (Uzunoğlu vd., 1995: 71). Yabancı sermaye girişini takip eden süreçte faiz oranlarında beklenen düşüşlerin gerçekleşmemesi yatırımlarda beklenen artışın gerçekleşmesini de engellemektedir.

Sermaye girişlerinin yatırımlar üzerindeki etkisini belirleyen bir başka unsur finansal sermaye girişlerinin toplam talepte neden olduğu artışlardır. Finansal sermaye girişinin tüketici kredilerini teşvik ederek toplam talebi artırıcı etkileri, iç yatırım harcamalarını da olumlu yönde etkileyebilecektir. Bu etkileşimin merkezinde toplam talep yükselmesinin girişimcilerin beklenen hasılat hesaplamalarında neden olduğu artışlar yer almaktadır. Yabancı sermaye girişi sonucunda iç talebin yükselmesi girişimcilerin beklenen hasılat oranlarının

artmasına neden olur. Bilindiği gibi Keynesyen iktisatta, yatırım kararı alınırken girişimciler daha çok beklenen hasılatındaki gelişmelere göre karar vermektedirler. Bu noktadan hareketle iç talep artışının girişimcilerin beklenen hasılatlarını yükselterek yatırımları olumlu yönde etkilemesi söz konusu olmaktadır. Ancak sermaye girişlerine bağlı olarak artan iç talep sadece ticarete konu olmayan sektörlerdeki yatırımların artmasına neden olmaktadır. Çünkü ticarete konu olan sektörlerdeki talep artışının yerli paranın değerlendirilmesi sonucu ucuzlayan ithalat ile karşılanması söz konusudur. Bununla birlikte ticarete konu olmayan sektörlerdeki talep artışının ancak yerli üretimle karşılanabilmektedir (Yentürk, 2005: 65). Bu durum hem yurtiçi göreceli fiyatların hem de yatırımların ticarete konu olmayan sektörler lehine gelişmesine yol açmaktadır (Yentürk, 2005: 164).

3. Araştırmanın Yöntemi, Model ve Veri Seti

Ampirik literatürde değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiler eşbütünleşme testleri ile analiz edilmekte, yaygın olarak da Engle-Granger (1987), Johansen (1988) ve Johansen-Juselius (1990) eşbütünleşme testleri kullanılmaktadır. Bahsedilen bu yöntemlerin kullanılabilmesi, hiçbir değişkenin düzeyde durağan olmaması ve değişkenlerin farklı derecelerden entegre olmamaları koşuluna bağlıdır (Taşçı vd., 2009: 109). Geleneksel eşbütünleşme testlerinin bu kısıtlarına bağlı olarak da son yıllarda eşbütünleşme analizlerinde Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilmiş olan Sınır Testi (Bound Test) kullanılmaktadır. Sınır testinin sağladığı en önemli avantaj değişkenlerin bütünleşme derecelerinin $I(0)$ ya da $I(1)$ olmasının önemsenmemesidir (Çağlayan, 2006: 425). Bununla birlikte modeldeki hiçbir değişkenin $I(2)$ olmaması gerekir (Bolat vd., 2011: 355). Sınır testi yaklaşımı değişkenlerin $I(0)$ veya $I(1)$ olması varsayımına dayanır. Değişkenlerin $I(2)$ olması halinde Pesaran vd. (2001) tarafından hesaplanan F istatistikleri geçersiz olacağından, $I(2)$ olan değişkenlerle gerçekleştirilen tahminler yanıltıcı sonuçlar elde edilmesine neden olur (Başar vd., 2009: 304). Bu durum da analiz yönteminin belirlenmesinde birim kök testlerinin önemini ortaya koymaktadır.

Çalışmamızda analizlere dahil edilen serilerin durağanlık derecelerinin farklılık göstermesi nedeniyle geleneksel eşbütünleşme yöntemleri yerine “Sınır Testi” yöntemi kullanılmıştır. Sonraki aşamada ise Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model (ARDL modeli) kullanılarak değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönem ilişkiler tahmin edilmiştir.¹

¹ Sınır testi için Eviews 5.0, kısa ve uzun dönem ARDL modelleri için Microfit 4.0 paket programları kullanılmıştır.

Bu çalışmada finansal sermaye akımlarının tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkisi yukarıda belirlenen ekonometrik yöntemlerle ayrı ayrı tahmin edilecektir. Modellere dahil edilecek değişkenlere karar verilirken, hem konuya ilişkin teorik altyapı hem de mevcut ampirik çalışmalar dikkate alınmıştır.

Bağımlı değişkenin yurtiçi tasarrufların GSYİH'ya oranı (S) olarak belirlendiği tasarruf modelinde yer alacak açıklayıcı değişkenlerin finansal sermaye akımlarının GSYİH'ya oranı (FS), reel GSYİH'daki büyüme oranı (Y), reel faiz oranı (R) ve M2 para arzının GSYİH'ya oranı (M) olmasına karar verilmiştir. Tasarruf modelinin bir açıklayıcı değişkeni olarak reel GSYİH büyüme oranının belirlenmesinin temelinde tasarruflarla gelir seviyesi arasındaki genel kabul görmüş pozitif yönlü ilişki yer almaktadır. Reel faiz oranının bir başka açıklayıcı değişken olarak modelde yer alma nedeni faiz oranlarının tüketim ve dolayısıyla tasarruflar üzerinde oluşturduğu gelir ve ikame etkilerinden kaynaklanmaktadır. Para arzı ise finansal gelişmişlik göstergesi olarak modele dahil edilmiştir. Çünkü tasarrufların değerlendirilebileceği finansal varlıkların varlığı ve çeşitliliği tasarruf artışını teşvik eden önemli bir faktördür (Touny, 2008: 5).

Bağımlı değişkenin yatırımların GSYİH'ya oranı (I) olarak belirlendiği yatırım modelinde yer alacak açıklayıcı değişkenlerin finansal sermaye akımlarının GSYİH'ya oranı (FS), reel GSYİH'daki büyüme oranı (Y), doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının GSYİH'ya oranı (DYSY) ve reel faiz oranı olmasına karar verilmiştir. Reel GSYİH büyüme oranının yatırımlar üzerindeki etkisinin pozitif yönlü olması beklenmektedir. Bu değişken yatırımı hasıla ile ilişkilendiren "Basit Hızlandırıcı Modeli"nin ardındaki iktisadi mantıktan hareketle modelde bir açıklayıcı değişken olarak kabul edilmiştir (Ünsal, 2005: 454). Yatırım finansman maliyetinin önemli bir unsuru olan faiz oranları yatırım harcamaları ile sahip olduğu ters yönlü ilişki nedeni ile yatırım modelinde önemli bir açıklayıcı değişken olarak yer almaktadır. Yatırım modelinin bir başka değişkeni de incelenen dönemde yaşanan ekonomik krizlerin (1994, 2001, 2008 Krizleri) etkisini yakalayabilmek amacıyla dahil edilen kukla değişkendir.

Çalışmanın ampirik analizlerinde kullanılan veri seti, Türkiye ekonomisinin 1991:4–2013:4 dönemine ait üçer aylık zaman serileridir. Analiz döneminin bu aralıklarla sınırlandırılmasının nedeni üçer aylık verilerin bulunabilirliği ile ilgilidir. Değişkenlere ilişkin tanımlamalar Tablo 1'de sunulmaktadır.

Tablo 1. Değişkenlerin Tanımlaması

Değişkenin	Değişkenin Tanımı
S	Yurtiçi Tasarrufların GSYİH'ya Oranı
I	Yatırımların GSYİH'ya Oranı
Y	Reel GSYİH'daki Büyüme
M	M2 Para Arzının GSYİH'ya Oranı
FS	Finansal Sermaye Akımlarının GSYİH'ya Oranı
R	Reel Faiz Oranı
DYSY	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının GSYİH'ya
KUKLA	Türkiye Ekonomisinin İncelenen Dönemdeki Ekonomik Krizlerine (1994, 2001, 2008 Krizleri) İlişkin Kukla

Mevcut ampirik literatürü takiben tasarruf değişkeni olarak yurtiçi tasarrufların kullanılmasına karar verilmiştir. Yurtiçi tasarruf değişkeni olarak GSYİH'dan özel sektör ve kamu tüketimlerini çıkartarak hesaplanacak artık değer kullanılacaktır.² Yatırım değişkeni ise sabit sermaye oluşumu ve stoklardaki değişimlerin toplamı olarak ele alınmıştır. Tasarruf ve yatırım serisini oluşturan alt kalemlerle, GSYİH ve M2 para arzı değişkenlerine ait zaman serileri TCMB EVDS'den alınmıştır. Ekonometrik sonuçların yorumlanmasında kolaylık sağlamasından dolayı yatırım, tasarruf ve para arzı değişkenleri GSYİH'ya oranlanılarak kullanılmıştır. Cari olarak elde edilen GSYİH serisi ise öncelikle IMF IFS'den ve UNSTATS'tan derlenen 2005=100 bazlı TÜFE değişkeni kullanılarak reel hale dönüştürülmüş, sonrasında da bu reel seri üzerinden büyüme oranları hesaplanmıştır. Bahsedilen değişkenler "Tramo Seats" prosedürü kullanılarak mevsimsellikten arındırılmıştır. Reel faiz oranı, ise Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı'ndan alınan iç borçlanma faiz oranlarının 2005=100 bazlı TÜFE değişkeni ile deflate edilmesi şeklinde hesaplanmıştır.

Tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkilerini inceleyeceğimiz finansal sermaye değişkeni net portföy yatırımları ile net kısa vadeli sermaye akımları toplamından oluşmaktadır. Uluslararası sermaye akımlarının diğer yatırımlar kalemindeki kısa vadeli sermaye hareketlerinin hesaplanmasında Seyidoğlu (2003: 155) ve Yentürk (2005: 108) kaynaklarından faydalanılmıştır. Buna göre kısa vadeli sermaye yükümlülükleri hesaplanırken diğer yatırımların alt kalemindeki kısa

² Uthoff ve Titelman (1998), Touny (2008) ve Hadiwibowo (2010)'a ait çalışmalarda da yurtiçi tasarruflar bu şekilde hesaplanarak ampirik analizlere dahil edilmiştir.

vadeli ticari krediler; Merkez Bankası'nın, Genel Hükümet'in, bankaların ve diğer sektörlerin kullandığı kısa vadeli krediler; Merkez Bankası'nın kısa vadeli mevduatları, bankaların mevduatları ve diğer yükümlülükler alt başlıkları toplanmıştır. Kısa vadeli sermaye yükümlülükleri ve diğer yatırımların varlıklar kalemleri toplanarak da kısa vadeli sermaye hareketlerinin net değerlerine ulaşılmıştır. Böylelikle hesaplanan finansal sermaye değişkeni ile daha kısa vadeli ve akışkan finansal sermaye hacmi belirlenmeye çalışılmıştır. Doğrudan yabancı sermaye değişkeni ise yurtiçindeki doğrudan yatırımları kapsamaktadır. Uygulamada kullanılan yabancı sermaye akımlarına ilişkin veriler TCMB EVDS'deki ödemeler dengesi istatistiklerinden alınmıştır. Veri tabanında ABD doları cinsinden ifade edilen bu değişkenler yine TCMB EVDS'den alınan ortalama döviz kuru kullanılarak TL'ye çevrilmiştir. Yorumlama kolaylığı sağlaması açısından bu değişkenler GSYİH'ya oranlanarak analizlere dahil edilmiştir.

4. Ampirik Sonuçlar

Ekonometrik analizlerin ilk aşamasında gerçekleştirilen birim kök analizlerine ilişkin sonuçlar Tablo 2 ve Tablo 3'de gösterilmektedir. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP), Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) ve Ng-Perron gibi farklı birim kök testleri uygulanarak değişkenlerin durağanlık analizleri yapılmıştır. Yapısal kırılmayı dikkate almayan bu geleneksel testlere ilaveten hem sabit terim hem de eğimdeki yapısal kırılmaları dikkate alan (Model C)³ Zivot-Andrews (1992) birim kök testi⁴ de uygulanmıştır. Gerçekleştirilen birim kök analizleri serilerin bazılarının düzeyde durağanken bazılarının ise birinci dereceden bütünleşik olduğuna ilişkin bulgular sunmaktadır.

$$^3 Y_t = \hat{\mu}^C + \hat{\theta}^C DU(\hat{\lambda}) + \hat{\beta}^C t + \hat{\gamma}^C DT_t^*(\hat{\lambda}) + \hat{a}^C Y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \hat{c}_j^C \Delta y_{t-j} + e_t$$

⁴ Bu testte $H_0 : \alpha = 1$ (Birim kök vardır) ve $H_1 : \alpha \neq 1$ (Birim kök yoktur) hipotezi için t istatistiği hesaplanır. Zivot-Andrews (1992) testinde hesaplanan t istatistiklerinin mutlak değeri olarak Zivot-Andrews (1992) tablo kritik değerlerinden büyük olması durumunda birim kök temel hipotezi reddedilmektedir. Yani seri durağandır. Aksi halde birim kök temel hipotezi reddedilemez. Seri durağan değildir.

Tablo 2. ADF, PP, KPSS ve NG-Perron Birim Kök Testlerinin Sonuçları

DEĞİŞKEN	ADF	PP	KPSS	NG-Perron			KARAR
				MZ_a	MZ_t	MSB	
S	-5.515701 (2) ^a -4.062920 (6) ^a -3.462912 (6) ^a -3.157836 (6) ^a	-4.425782 (3) ^a -4.065702 (6) ^a -3.461686 (6) ^a 3.157121 (6) ^a	0.058277 (3) ^a 0.216000 (6) ^a 0.146000 (6) ^a 0.119000 (6) ^a	-1.46895 (8) ^a -23.8000 (6) ^a -2.91000 (6) ^a -14.20000 (6) ^a	-2.70206 (3) ^a -3.42000 (6) ^a -2.91000 (6) ^a -2.62000 (6) ^a	0.18895 (8) ^a 0.14300 (6) ^a 0.16800 (6) ^a 0.18500 (6) ^a	I(0)
	-3.331636 (0) ^a -3.506484 (6) ^a -2.894716 (6) ^a -2.584529 (6) ^a	-3.331636 (0) ^a -3.506484 (6) ^a -2.894716 (6) ^a 2.584529 (6) ^a	0.165780 (6) ^a 0.216000 (6) ^a 0.146000 (6) ^a 0.119000 (6) ^a	-17.5039 (0) ^a -13.8000 (6) ^a -8.1000 (6) ^a -5.7000 (6) ^a	-2.95602 (0) ^a -2.58000 (6) ^a -1.98000 (6) ^a -1.62000 (6) ^a	0.168880 (0) ^a 0.17400 (6) ^a 0.23300 (6) ^a 0.27500 (6) ^a	I(0)
	-4.972092 (0) ^a -3.506484 (6) ^a -2.894716 (6) ^a -2.584529 (6) ^a	-4.989659 (2) ^a -3.506484 (6) ^a -2.894716 (6) ^a 2.584529 (6) ^a	0.533802 (5) ^a 0.735000 (6) ^a 0.463000 (6) ^a 0.347000 (6) ^a	-16.4669 (2) ^a -13.8000 (6) ^a -8.1000 (6) ^a -5.7000 (6) ^a	-2.82354 (2) ^a -2.58000 (6) ^a -1.98000 (6) ^a -1.62000 (6) ^a	0.17147 (2) ^a 0.17400 (6) ^a 0.23300 (6) ^a 0.27500 (6) ^a	I(0)
Y	-5.628548 (0) ^a -3.506484 (6) ^a -2.894716 (6) ^a -2.584529 (6) ^a	-9.112088 (4) ^a -3.506484 (6) ^a -2.894716 (6) ^a 2.584529 (6) ^a	0.199718 (4) ^a 0.735000 (6) ^a 0.463000 (6) ^a 0.347000 (6) ^a	-36.3768 (4) ^a -13.8000 (6) ^a -8.1000 (6) ^a -5.7000 (6) ^a	-4.25837 (4) ^a -2.58000 (6) ^a -1.98000 (6) ^a -1.62000 (6) ^a	0.11706 (4) ^a 0.17400 (6) ^a 0.23300 (6) ^a 0.27500 (6) ^a	I(0)
	-2.540877 (7) ^a -2.593234 (6) ^a -1.944682 (6) ^a -1.614145 (6) ^a	-2.542877 (3) ^a -2.591505 (6) ^a -1.944530 (6) ^a 1.614341 (6) ^a	0.292389 (6) ^a 0.216000 (6) ^a 0.146000 (6) ^a 0.119000 (6) ^a	-0.81817 (2) ^a -13.8000 (6) ^a -8.1000 (6) ^a -5.7000 (6) ^a	-0.47621 (2) ^a -2.58000 (6) ^a -1.98000 (6) ^a -1.62000 (6) ^a	0.58204 (2) ^a 0.17400 (6) ^a 0.23300 (6) ^a 0.27500 (6) ^a	I(1)
	-2.016699 (1) ^a -4.066981 (6) ^a -3.462292 (6) ^a -3.157475 (6) ^a	-1.822132 (2) ^a -4.065702 (6) ^a -3.461686 (6) ^a 3.157121 (6) ^a	0.260476 (7) ^a 0.216000 (6) ^a 0.146000 (6) ^a 0.119000 (6) ^a	-15.2260 (7) ^a -13.8000 (6) ^a -8.1000 (6) ^a -5.7000 (6) ^a	-2.74823 (7) ^a -2.58000 (6) ^a -1.98000 (6) ^a -1.62000 (6) ^a	0.18850 (7) ^a 0.17400 (6) ^a 0.23300 (6) ^a 0.27500 (6) ^a	I(1)
M	-2.016699 (1) ^a -4.066981 (6) ^a -3.462292 (6) ^a -3.157475 (6) ^a	-1.822132 (2) ^a -4.065702 (6) ^a -3.461686 (6) ^a 3.157121 (6) ^a	0.260476 (7) ^a 0.216000 (6) ^a 0.146000 (6) ^a 0.119000 (6) ^a	-2.05799 (3) ^a -23.8000 (6) ^a -17.3000 (6) ^a -14.20000 (6) ^a	-0.91215 (3) ^a -3.42000 (6) ^a -2.91000 (6) ^a -2.62000 (6) ^a	0.44322 (3) ^a 0.14300 (6) ^a 0.16800 (6) ^a 0.18500 (6) ^a	I(1)
	-6.30074 (0) ^a -2.591813 (6) ^a -1.944574 (6) ^a -1.614315 (6) ^a	-6.644601 (0) ^a -3.507394 (6) ^a -2.895109 (6) ^a 2.584738 (6) ^a	0.076761 (1) ^a 0.216000 (6) ^a 0.146000 (6) ^a 0.119000 (6) ^a	-37.6447 (3) ^a -23.8000 (6) ^a -17.3000 (6) ^a -14.20000 (6) ^a	-4.33841 (3) ^a -3.42000 (6) ^a -2.91000 (6) ^a -2.62000 (6) ^a	0.11525 (3) ^a 0.14300 (6) ^a 0.16800 (6) ^a 0.18500 (6) ^a	I(1)
	-2.199911 (3) ^a -3.506281 (6) ^a -2.895294 (6) ^a -2.585172 (6) ^a	-6.590555 (0) ^a -3.506484 (6) ^a -2.894716 (6) ^a 2.584529 (6) ^a	0.518693 (6) ^a 0.735000 (6) ^a 0.463000 (6) ^a 0.347000 (6) ^a	-9.68287 (6) ^a -13.8000 (6) ^a -8.1000 (6) ^a -5.7000 (6) ^a	-2.17688 (6) ^a -2.58000 (6) ^a -1.98000 (6) ^a -1.62000 (6) ^a	0.22480 (6) ^a 0.17400 (6) ^a 0.23300 (6) ^a 0.27500 (6) ^a	I(0)
ΔDYSY	-12.03227 (1) ^a -2.592129 (6) ^a -1.944619 (6) ^a -1.614288 (6) ^a						I(0)

Not: (.) parantez içindeki rakamlar ADF testinde AIC kriteri tarafından belirlenmiş olan gecikme uzunluklarıdır. PP, KPSS, NG-Perron testlerinde ise Bartlett Kernell tahmin yöntemi kullanılmış, bant genişliği Newey-West olarak belirlenmiştir. a: regresyonun sabit terim veya trend içermediğini, b: regresyonun sabit terim ve trend içerdiğini, c: regresyonun sabit terim içerdiğini ifade etmektedir. *: %1 anlamlılık düzeyini, **: %5 anlamlılık düzeyini, ***: %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3. Zivot-Andrews Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Düzey	Birinci Fark	Karar
S	-5.06	-9.83	I(1)
I	-4.66	-10.17	I(1)
FS	-5.61		I(0)
Y	-6.98		I(0)
R	-7.34		I(0)
M	-2.41	-6.50	I(1)
DYSY	-2.72	-18.40	I(1)
Kritik Değer (%5): -5.08		Kritik Değer (%1): -5.57	

Kaynak: Zivot ve Andrews, 1992, s. 257

Serilerin farklı derecelerden bütünleşik olarak bulunması ve bazı serilerin düzeyde durağan olması gerçekleştirilecek analizlerde geleneksel eşbütünleşme testlerinin kullanılmayacağına bir kanıttır. Bu nedenle analizlerde Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen ve serilerin farklı derecelerden bütünleşik olma durumlarının önemsenmediği sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır. Durağanlık analizinde ulaşılan ikinci önemli sonuç da serilerin hiçbirinin I(2) olmamasıdır. Böylece sınır testi uygulanmasının önündeki bir engel de aşılmış olmaktadır. Ampirik analizlerin sonraki aşamasında finansal sermaye girişlerinin tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkisi sınır testi ve ARDL modeli yöntemleri kullanılarak ayrı ayrı analiz edilmiştir.

4.1. Finansal Sermaye Girişleri ve Tasarruflar

Bu bölümde yurtiçi tasarruf modeline ilişkin olarak öncelikle sınır testi yöntemi çerçevesinde eşbütünleşme analizi gerçekleştirilecek daha sonra da ARDL yöntemi çerçevesinde değişkenler arası kısa ve uzun dönem ilişkiler tahmin edilmeye çalışılacaktır.

Sınır testinin uygulanmasında UECM⁵ için ortak gecikme uzunluğunun belirlenmesine yönelik bilgiler Tablo 4'de aktarılmaktadır. Uygun gecikme

⁵ UECM'nin tasarruf modelimize uyarlanmış şekli aşağıdaki gibidir:

$$\Delta S_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta S_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{2i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{3i} \Delta M_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{4i} \Delta FS_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{5i} \Delta R_{t-i} + \alpha_6 S_{t-1} + \alpha_7 Y_{t-1} + \alpha_8 M_{t-1} + \alpha_9 FS_{t-1} + \alpha_{10} R_{t-1} + \mu_t$$

uzunluğunun belirlenmesinde AIC ve SIC kriterlerinden yararlanılmıştır. Belirlenen maksimum gecikme uzunluğu dikkate alınarak tahmin edilen UECM’de ardışık bağımlılık sorunu olup olmadığı ise LM testi yardımıyla incelenmiştir. Maksimum gecikme uzunluğu serilerin üçer aylık olması ve veri aralığı göz önünde bulundurularak 8 olarak alınmıştır. Bu çerçevede uygun gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir. Bu gecikme uzunluğunda hem AIC ve SIC kriterleri minimum olmakta, hem de bu gecikme ile tahmin edilen UECM otokorelasyon sorunu içermemektedir.

Tablo 4. Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğu

m	AIC	SIC	X ² BREUSCH- GODFREY (4)
1*	3.2833	3.7085	3.9875 (0.4076)
2	3.4039	3.9746	6.1432 (0.1887)
3	3.4197	4.1381	5.5212 (0.2378)
4	3.4460	4.3141	1.7946 (0.7734)
5	3.5338	4.5538	2.6602 (0.6161)
6	3.4968	4.6708	11.696 (0.0197)
7	3.3781	4.7084	4.7116 (0.3181)
8	3.3481	4.8369	2.0571 (0.7252)

X² BREUSCH- GODFREY otokorelasyon test istatistiğidir. Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. * işaretli seçilen gecikme uzunluğunu göstermektedir.

Uygun gecikme ile tahmin edilen UECM’den elde edilen sınır testi sonuçları ise Tablo 5’de görülmektedir. Hesaplanan F istatistiği (6.38) üst kritik değeri aştığı için eşbütünlük olmadığını ifade eden temel hipotez %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir.

Tablo 5. Sınır Testi Sonuçları

k	F istatistiği	%1 anlamlılık düzeyindeki kritik değerler	
		Alt Sınır	Üst Sınır
4	6.38	3.74	5.06

k denklemdeki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler Pesaran vd. (2001: 300)’deki Tablo C1(iii)’den alınmıştır.

Değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisi belirlendikten sonra, modelimizdeki bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönemdeki

ilişkilerin katsayılarını belirlemek için ARDL modeli⁶ kurulmuştur. ARDL modeli kurulurken AIC bilgi kriterinden yararlanılarak uygun gecikme uzunluğu S değişkeni için 1, Y değişkeni için 2, FS, M ve R değişkenleri içinse 0 olarak belirlenmiştir. Bu durumda uzun dönem ilişkisinin araştırılacağı model, ARDL (1,2,0,0,0) olmaktadır. ARDL modellerinin sonuçları ve bu modele göre hesaplanan uzun dönem katsayıları Tablo 6'da sunulmuştur.

Tablo 6. ARDL (1,2,0,0,0) Modelinin Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t- istatistiği
S(-1)	0.5639	6.5276*
Y	0.1212	4.0195*
Y(-1)	0.0697	2.3139**
Y(-2)	0.0435	1.5070
M	-0.0077	-2.3195**
R	0.1522	2.3741**
FS	-0.2655	-2.7376*
c	7.9083	4.5367*
Tanısal Denetim Sonuçları		
$R^2=0.84$	$\bar{R}^2=0.83$	$X^2_{BG}=4.8584(0.30)$
$X^2_{NORM}=0.4997$	$X^2_{WHITE}=2.6208(0.11)$	$X^2_{RAMSEY}=0.0232(0.88)$
Uzun Dönem Katsayıları		
Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
Y	0.5374	3.6302*
M	-0.0176	-2.9693*
R	0.0349	2.6114*
FS	-0.6088	-2.7175*
c	18.1320	21.0280*

Bağımlı değişken S'dir. X^2_{BG} , X^2_{NORM} , X^2_{WHITE} , X^2_{RAMSEY} sırasıyla otokorelasyon, normallik, değişen varyans ve model kurma hatası sınaması istatistikleridir. Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. * %1'de, ** %5'de anlamlılığı gösterir.

ARDL (1,2,0,0,0) modelinden elde edilen uzun dönemli katsayılar incelendiğinde, finansal sermaye değişkeninin yurtiçi tasarrufları %1 anlamlılık düzeyinde negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Bu durum finansal sermaye ile

⁶ ARDL modelinin tasarruf modelimize uyarlanmış hali aşağıdaki gibidir:

$$S_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} S_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} Y_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} FS_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{4i} M_{t-i} + \sum_{i=0}^s \alpha_{5i} R_{t-i} + \mu_t$$

yurtiçi tasarruflar arasındaki negatif yönlü ilişkiyi savunan ikame tezini destekleyici bulgular ortaya koymaktadır. Bir diğer ifadeyle yabancı tasarruflar yurtiçi tasarruflara katkı sağlamaktan ziyade yurtiçi tasarrufların yerine geçmektedir. Yabancı sermaye girişinin yurtiçi tasarruflar üzerindeki negatif yönlü etkisinin temel kaynağı sermaye girişine bağlı olarak yaşanan tüketim artışlarıdır. Çünkü bir ülkenin tasarrufları harcanabilir gelirin tüketilmeyen kısmını ifade etmektedir ve artan tüketim harcamaları tasarrufların düşmesine neden olmaktadır. Yabancı sermaye girişi sonrasında tüketimi körükleyen ilk etken dış finansmana ulaşımın likidite kısıtında meydana getirdiği rahatlamadır.⁷ Bu tüketim patlamalarında özel sektöre yönelik artan banka kredilerinin rolü önemlidir. Sermaye girişine bağlı olarak artan tüketici kredileri tüketim üzerindeki gelir kısıtını ortadan kaldırarak tüketimin geliri aşmasına neden olmaktadır. Uluslararası sermaye girişleri sonrasında yaşanan tüketim patlamalarının ikinci nedeni de sermaye girişine bağlı olarak artan menkul kıymet ve gayrimenkul fiyatları ve buna bağlı olarak meydana gelen servet etkisidir. Buna göre, menkul kıymetlerin ve gayrimenkullerin değerinde görülen artış, kişilerin servetinin ve servetin artan fonksiyonu olarak da tüketim harcamalarının artmasına neden olmaktadır (Montiel, 2000, 464; World Bank, 1997, 248; Yıldırım vd., 2008, 543).⁸ Yabancı sermaye girişleri sonrasında yaşanan tüketim patlamalarında üçüncü etken de sermaye girişine bağlı olarak değerlendirilen reel döviz kuruudur. Değerlenen reel döviz kuru ucuzlayan ithalat aracılığıyla ithal malı tüketimini ve toplam tüketim harcamalarını artırıcı etkiler yaratmaktadır. Bununla birlikte yabancı sermaye girişi sonrasındaki tüketim artışının bir ayağını özel sektör oluşturuyorsa diğer ayağını da kamu sektörü oluşturmaktadır. Sermaye girişi ile bollaşan finansal fonlar kamu harcamaları üzerindeki kısıtın kalkmasına ve özellikle kamu cari harcamalarının artmasına neden olmaktadır.

ARDL modeli sonuçları reel GSYİH büyümesinin de beklentilere uygun olarak tasarrufları anlamlı olarak artırdığını göstermektedir. Keynesyen tasarruf fonksiyonunda açıklandığı gibi, gelir artışı gelirin artan bir fonksiyonu olan tasarrufları marjinal tasarruf eğiliminin belirlediği oranda artırmaktadır. Reel faiz oranı değişkenin katsayısı da anlamlı ve pozitif işaretlidir. Bu durum, reel faizlerdeki artışın yurtiçi tasarrufları artırdığı anlamına gelmektedir ve Türkiye ekonomisinde

⁷ Bu durum, birçok gelişmekte olan ülkenin finansal liberalizasyon sürecinde gözlenen ve çoğunda finansal krizlerle sonlanan bir süreçtir. Gelişmekte olan ülkelerde 1960-2006 yılları arasında yaşanmış olan 22 tüketim patlamasının %50'sinin öncesinde bu ülkelere büyük miktarda sermaye girişi olduğu tespit edilmiştir (Mendoza ve Terrones, 2008, 14).

⁸ Menkul kıymetlerle gayrimenkullerdeki fiyat artışlarını tetikleyen iki önemli unsur da sermaye girişi sonrasında artan para arzı ve genişleyen banka kredileridir. Sermaye girişiyle artan para arzı finansal aktif talebinin ve dolayısıyla da finansal aktif fiyatlarının artmasına neden olmaktadır.

incelenen dönem için faizlerin tüketim davranışları üzerindeki ikame etkisinin gelir etkisinden daha büyük olması şeklinde yorumlanabilecektir. Bir diğer ifadeyle faiz oranı artışları daha fazla faiz geliri elde edebilme amacındaki bireyleri tüketim harcamalarını kısarak tasarruflarını artırmaya yönlendirmektedir. Para arzının yurtiçi tasarruflar üzerindeki uzun dönem etkisi ise beklentilerin tersine anlamlı ve negatif yönlüdür. Bu durumun para arzındaki artış sonucu finansal aktif talebi ve dolayısıyla finansal aktif fiyatlarında oluşan yükselişin servet etkisi ile tüketimi artırırken tasarrufları azaltmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

İlgili değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkilerin araştırılmasına olanak sağlayan ARDL modeline dayalı Hata Düzeltme Modeli'nin⁹ sonuçları ise Tablo 7'de sunulmaktadır. Negatif değerli ve istatistiki olarak anlamlı bulunan hata düzeltme katsayısı, değişkenler arasında bulunan eşbütünleşme ilişkisini desteklemektedir. Hata düzeltme teriminin katsayısı, bir şokun ilk çeyrekte % 43 gibi bir hızla dengeye yaklaştığı anlamına gelmektedir.

Tablo 7. Hata Düzeltme Modelinin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t- istatistiği
DY	0.1212	4.0195*
DY(-1)	-0.0435	-1.5070
DM	-0.0077	-2,3195**
DR	0.0152	2,3741**
DFS	-0.2655	-2.7376*
c	7.9083	4.5367*
ECT(-1)	-0.4362	-5.0492*

Bağımlı değişken DS'dir. * %1, ** %5'de anlamlılığı gösterir.

Kısa dönem katsayılarına bakıldığında, katsayıların işaretleri uzun dönemli ilişkilerle uyumludur ve istatistiki olarak anlamlıdır. Finansal sermaye değişkenin katsayısı uzun dönemdekiyle paralel olarak negatif işaretli ve istatistiki olarak anlamlıdır. Bu durumda finansal sermaye girişlerinin yurtiçi tasarrufları kısa dönemde

⁹ Hata Düzeltme Modelinin tasarruf modelimize uyarlanmış hali aşağıdaki gibidir:

$$\Delta S_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta S_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} \Delta FS_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{4i} \Delta M_{t-i} + \sum_{i=0}^s \alpha_{5i} \Delta R_{t-i} + \alpha_7 ECT_{t-1} + \mu_t$$

de azaltmak yönünde etkilendiği ve kısa dönemde de ikame tezinin desteklendiği söylenebilecektir.

4.2. Finansal Sermaye Girişleri ve Yatırımlar

Bu bölümde yurtiçi yatırım modeline ilişkin olarak öncelikle sınır testi yöntemi çerçevesinde eşbütünleşme analizi gerçekleştirilecek, daha sonra da ARDL yöntemi çerçevesinde değişkenler arası kısa ve uzun dönem ilişkiler tahmin edilmeye çalışılacaktır.

Sınır testinin uygulanmasında UECM'deki¹⁰ değişkenler için ortak gecikme uzunluğunun belirlenmesine yönelik bilgiler Tablo 8'de aktarılmaktadır.

Tablo 8. Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğu

m	AIC	SIC	X ² BREUSCH- GODFREY (4)
1	4.1810	4.6345	10.1575 (0.0378)
2	4.2080	4.8073	4.9115 (0.2964)
3	4.2506	4.9978	8.9728 (0.0617)
4	4.0122	4.9093	6.7477 (0.1498)
5*	3.9233	4.9724	7.5057 (0.1114)
6	3.9052	5.1086	15.3475 (0.0040)
7	4.0120	5.3719	19.8342 (0.0005)
8	3.8704	5.3890	11.8954 (0.0181)

X² BREUSCH- GODFREY otokorelasyon test istatistiğidir. Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir.

* işareti seçilen gecikme uzunluğunu göstermektedir.

Finansal sermaye ve yatırım değişkeni arasındaki ilişkinin incelenmesine yönelik olarak kurulan UECM için uygun gecikme uzunluğu AIC kriteri göz önünde bulundurularak 5 olarak belirlenmiştir. Bu gecikme uzunluğu AIC kriterini minimum yapmakta, hem de 5 gecikme ile tahmin edilen UECM'de otokorelasyon problemine rastlanmamaktadır. Söz konusu gecikme uzunluğu ile tahmin edilen modelden elde edilen sınır testi sonuçları Tablo 9'da sunulmaktadır. Hesaplanan F istatistiğinin (7.31) üst kritik değeri (5.06) aşılıyor olması, değişkenler arasında uzun

¹⁰ UECM'nin yatırım modelimize uyarlanmış şekli aşağıdaki gibidir:

$$\Delta I_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta I_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{2i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{3i} \Delta FS_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{4i} \Delta R_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{5i} \Delta DY_{t-i} + \alpha_6 I_{t-1} + \alpha_7 Y_{t-1} + \alpha_8 FS_{t-1} + \alpha_9 R_{t-1} + \alpha_{10} DYSY + \alpha_{11} KUKLA + \mu_t$$

dönemli bir eşbütünleşme ilişkisi olduğuna işaret etmektedir.

Tablo 9. Sınır Testi Sonuçları

k	F istatistiği	%1 anlamlılık düzeyindeki kritik değerler	
		Alt Sınır	Üst Sınır
4	7.31	3.74	5.06

k, denklemdaki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler Pesaran vd. (2001: 300)'deki Tablo C1(iii)'den alınmıştır.

Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi belirlendikten sonra, modelimizdeki bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönemdeki ilişkilerin katsayılarını belirlemek için ARDL modeli¹¹ kurulmuştur. İlgili değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin tahmin edilmesine yönelik oluşturulacak ARDL modelinde değişkenlerin gecikme uzunluğu AIC kriterine göre belirlenmiştir. Buna göre uygun gecikme uzunlukları I değişkeni için 5, Y değişkeni için 3, FS değişkeni için 3, R değişkeni için 6 ve DYSY değişkeni için 0 olarak belirlenmiştir. Bu durumda tahmin edilecek model ARDL (5,3,3,6,0) olmuştur. Tablo 10'da ARDL (5,3,3,6,0) modelinin tahmin sonuçları ve modelin tahmin sonuçlarına göre hesaplanan uzun dönem katsayıları yer almaktadır.

ARDL (5,3,3,6,0) modelinden elde edilen uzun dönemli katsayılar incelendiğinde, finansal sermaye değişkeninin uzun dönemde yatırımları pozitif yönde ve anlamlı olarak etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Finansal sermaye akımları yatırımları artırıcı etkisi faiz oranlarında ve beklenen hasılda meydana getirdiği değişimler kanalıyla ortaya çıkabilmektedir. Finansal sermaye akımları ilk olarak faiz oranlarını düşürücü etkileriyle¹² (faiz ve yatırım değişkenleri arasındaki negatif yönlü ilişkiye bağlı olarak); ikinci olarak da toplam talebi ve dolayısıyla beklenen

¹¹ ARDL modelinin yatırım modelimize uyarlanmış hali aşağıdaki gibidir:

$$I_t = \alpha_0 c + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} I_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} Y_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} FS_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{4i} R_{t-i} + \sum_{i=0}^s \alpha_{5i} DYSY_{t-i} + \alpha_6 KUKLA + \mu_t$$

¹² Ödünç verilebilir fonlar teorisine göre reel faiz oranı ödünç verilebilir fon piyasasında ödünç verilebilir fon arzı ve talebi tarafından belirlenmektedir. Tasarruflar ödünç verilebilir fon arzını oluştururken, yatırımlar ödünç verilebilir fon talebini meydana getirmektedir. Ödünç verilebilir fon arzı faiz oranlarının artan fonksiyonu iken, ödünç verilebilir fon talebi faiz oranlarının azalan fonksiyonu olmaktadır. Ödünç verilebilir fon talebinin değişmediği varsayıldığında, yabancı sermaye girişine bağlı olarak ödünç verilebilir fon arzında meydana gelen bir artış reel faiz oranlarının düşmesine neden olacaktır (Uzunoğlu vd.,1995, 71).

hasılatı artırıcı etkileriyle yatırım harcamalarını olumlu yönde etkileyebilmektedir. Bilindiği gibi Keynesyen yaklaşıma göre yatırım kararı alınırken girişimciler daha çok beklenen hasılatındaki gelişmelere göre karar vermektedirler. Bu noktadan hareketle sermaye girişi sonrasında yaşanan iç talep artışının beklenen hasılatı ve dolayısıyla yatırımları yükselttiği söylenebilecektir. Finansal sermaye girişine bağlı olarak yaşanan iç talep artışının temel nedenleri ise yabancı sermaye girişi sonrasında tüketici kredilerinde yaşanan artış, değerlendirilen reel kur ve faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak varlık fiyatlarında yaşanan yükseliştir.¹³

ARDL modelinden elde edilen sonuçlar reel GSYİH'daki büyümenin yatırımlar üzerindeki uzun dönemli etkisinin pozitif yönlü ancak istatistiksel olarak anlamsız olduğunu göstermektedir. Reel faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki uzun dönemli etkisi ise beklenenin tersine pozitif işaretlidir. Bu durum artan reel faiz oranlarının daha yüksek yabancı sermaye girişine neden olarak ülkedeki fon kısıtını ortadan kaldırması ve böylelikle yatırım harcamalarının finansmanına kolaylık sağlamasıyla açıklanabilecektir. Öte yandan fon kısıtının ortadan kalkması ülkedeki tüketim harcamalarını da artırmaktadır. Sonuçta toplam talepteki artışlar girişimcilerin beklenen hasılatını dolayısıyla da yatırımları pozitif yönde etkileyebilmektedir. Bu şekilde faiz oranının yatırımları pozitif yönde etkilediği göz önünde bulundurulduğunda, finansal sermayenin yatırımlar üzerindeki doğru yönlü etkisinin "Faiz Oranı Kanalı" yolu ile değil "Toplam Talep Kanalı" yolu ile işlediği söylenebilecektir. Uzun vadeli ve fiziki yatırım niteliğindeki doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yatırımlar üzerindeki uzun dönemli etkisinin pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bir başka önemli bulgu da doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yatırımları artırıcı etkisinin finansal sermaye yatırımlarının yatırımları artırıcı etkisinden daha büyük olduğudur.

Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
I(-1)	0.3701	4.0395*
I(-2)	-0.1161	-1.2049
I(-3)	0.1423	1.4781
I(-4)	0.2355	2.5011*
I(-5)	-0.1880	-2.4234*
Y	0.0278	0.6845
Y(-1)	0.1112	2.7869*

¹³ Faiz oranlarındaki düşüş, aradaki ters yönlü ilişkiye bağlı olarak varlık fiyatlarının yükselmesine, bunun sonucu olarak bireylerin finansal servetlerinin artmasına ve finansal servetin pozitif fonksiyonu olarak tüketimin körüklenmesine yol açmaktadır. Bahsedilen servet etkisine neden olan bir diğer faktör de sermaye girişiyle birlikte genişleyen banka kredilerinin rahatlatıldığı likidite kısıtının menkul kıymet ve gayrimenkul talebini ve fiyatlarını artırmasıdır.

Y(-2)	0.1073	2.5202*
Y(-3)	-0.1564	-3.6770*
FS	0.3354	2.2705**
FS(-1)	-0.1512	-0.9034
FS(-2)	-0.1866	-1.0523
FS(-3)	0.3386	2.0239**
R	-0.0079	-0.3784
R(-1)	0.3809	1.6663
R(-2)	0.0161	0.7075
R(-3)	-0.0376	-1.6113
R(-4)	0.0086	0.4038
R(-5)	-0.0095	-0.4462
R(-6)	0.0580	3.1424*
DYSY	1.3748	3.4957*
c	10.1589	6.7299*
KUKLA	-5.7483	-6.7013*
Tamsal Denetim Sonuçları		
$R^2=0.89$	$\bar{R}^2=0.85$	$X^2_{BG} = 6.6229 (0.16)$
$X^2_{NORM} = 0.7332 (0.69)$	$X^2_{WHITE} = 0.0048 (0.95)$	$X^2_{RAMSEY} = 0.0021 (0.96)$
Uzun Dönem Katsayıları		
Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
Y	0.1617	1.0588
FS	0.6045	2.0897**
R	0.1183	7.7430*
DYSY	2.4716	3.5443*
c	18.2633	29.0836*
KUKLA	-10.3341	-4.8135*

Bağımlı değişken I'dır. X^2_{BG} , X^2_{NORM} , X^2_{WHITE} , X^2_{RAMSEY} sırasıyla otokorelasyon, normallik, değişen varyans ve model kurma hatası sınaması istatistikleridir. Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. * %1, ** %5, *** %10'da anlamlılığı gösterir.

Modeldeki değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkiler ise ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli¹⁴ ile incelenmiş ve analiz sonuçları Tablo 11'de aktarılmıştır. Negatif işaretli ve istatistiki olarak anlamlı bulunan hata düzeltme teriminin katsayısı, tespit edilmiş olan uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisini destekler niteliktedir. Hata düzeltme katsayısı (-0.55) kısa dönemde uzun

¹⁴ Hata Düzeltme Modelinin yatarım modelimize uyarlanmış hali aşağıdaki gibidir:

$$\Delta I_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta I_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} \Delta FS_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{4i} \Delta R_{t-i} + \sum_{i=0}^s \alpha_{5i} \Delta DYSY_{t-i} + \alpha_6 KUKLA + \mu_t$$

dönemden bir sapma olduğunda bir çeyrek dönem içinde sistemin %55 oranında dengeye döndüğünü göstermektedir.

Tablo 11. Hata Düzeltme Modelinin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
DI(-1)	-0,0735	-0,8598
DI(-2)	-0,1897	-2,2910**
DI(-3)	-0,0474	-0,5869
DI(-4)	0,1880	2,4234
DY	0,0278	0,6845
DY(-1)	0,0491	0,7473
DY(-2)	0,1564	3,6770*
DFS	0,3354	2,2705**
DFS(-1)	-0,1520	-0,8798
DFS(-2)	-0,3386	-2,0239**
DR	-0,0079	-0,3784
DR(-1)	-0,0356	-1,6208
DR(-2)	-0,0195	-0,8875
DR(-3)	-0,5718	-2,7554*
DR(-4)	-0,0485	-2,5883*
DR(-5)	-0,0580	-3,1424*
DDYSY	1,3748	3,4957*
c	10,1589	6,7299*
KUKLA	-5,7483	-6,7013*
ECT(-1)	-0,5562	-6,8440*

Bağımlı değişken DI'dır. * %1, ** %5'de anlamlılığı gösterir.

Finansal sermaye değişkeninin kısa dönemli etkisine ilişkin olarak net bir çıkarımda bulunulamamaktadır. Çünkü istatistiki olarak anlamlı olan katsayıların işaretleri ters yönlüdür. Bu durumda finansal sermaye ve yatırımlar arasında kısa dönemli bir ilişki den bahsedilemeyecektir. Büyüme değişkeninin kısa dönemdeki etkisinin pozitif yönlü ve anlamlı olduğu gözlenmektedir. Reel faiz oranının yatırımlar üzerindeki kısa dönemli etkisi ise uzun dönemli etkinin aksine negatif yönlü olmakla birlikte istatistiki olarak da anlamlıdır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının uzun dönemdeki etkileri uyumlu olarak kısa dönemde yurtiçi yatırımları anlamlı ve pozitif yönde etkilediği tespit edilmektedir.

5. Sonuç

İktisat yazınında en çok tartışılan konulardan biri sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileridir. Özellikle, 1980 sonrası dönemde gelişmekte olan ülkelerin birbiri ardına benimsedikleri finansal serbestleşme politikaları ile bu süreçte hızla artan sermaye akımlarının yöneldiği ülke ekonomilerinde doğurduğu sonuçlar sıklıkla sorgulanmaktadır. Türkiye ekonomisine yönelen yabancı sermayenin kompozisyonu ağırlıklı olarak likiditesi ve dolayısıyla istikrarsızlık yaratma potansiyeli de yüksek olan finansal sermaye nitelikli fonlardan oluşmaktadır. Bu nedenle de yabancı sermaye içerisinde finansal sermaye akımlarının olası ekonomik etkilerinin analizi büyük önem kazanmaktadır. Bu çalışmada finansal sermaye akımlarının tasarruf ve yatırım değişkenleri üzerindeki olası etkileri Türkiye ekonomisi için araştırılmıştır. Ekonometrik analizlerde 1991:4–2013:4 arasındaki dönem için üçer aylık veriler kullanılmış, sınır testi ve ARDL analizi yöntemleri uygulanmıştır.

Ekonometrik analiz sonuçları Türkiye'ye yönelik finansal sermaye girişlerinin uzun dönemde yurtiçi tasarrufları negatif yönlü, yatırımları ise pozitif yönlü etkilediğine işaret etmektedir. Finansal sermaye akımlarındaki artışların yatırımları yükseltirken yurtiçi tasarrufları düşürdüğüne ilişkin bulgular, Türkiye ekonomisinde büyümenin finansmanı için ihtiyaç duyulan fonların yabancı sermayeye aşırı bağımlı olduğunun bir göstergesidir. Finansal sermayenin bu şekilde yurtiçi tasarrufları ikame edışı, söz konusu sermaye girişlerinin spekülatif ve kısa vadeli nitelikleri göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye ekonomisinin krizlere karşı kırılganlığını artırmaktadır.

Öyle ki, yabancı sermaye girişiyle artan yatırımlar ve yükselen milli gelire rağmen yurtiçi tasarrufların düşmesi, başka bir ifade ile yabancı sermaye girişi ile finanse edilen yatırımların yükselttiği milli gelirin tasarruf yerine daha çok tüketime yönelmesi cari açık sorununun kronikleşmesine yol açmaktadır. Bu şekilde sermaye girişlerinin ülkede belirli bir büyüme oranı sağlasa bile aynı zamanda cari açıklara yol açması yabancı yatırımcıların beklentilerini kötüleştirecek belirsizlikleri artırmaktadır. Söz konusu süreçte yaşanabilecek herhangi bir ekonomik veya politik olumsuzluk yabancı sermaye akışının aniden kesilmesine neden olmakta dolayısı ile krizle sonuçlanmaktadır.

Türkiye'nin bahsedilen bu kırılganlıktan kurtulabilmesi için sermaye girişlerinin cari açık artışlarına bağlı olarak sunduğu istikrarsız büyüme sürecinin önüne geçilmelidir. Bunun için yabancı sermaye girişleri ile sağlanan imkânların

mutlak suretle yurtiçi tasarrufları artıracak biçimde kullanılması gerekmektedir. Ancak bu şekilde yatırımlar için ihtiyaç duyulan fonlar yabancı sermaye girişleri ile düzenli bir biçimde sağlanabilecektir. Başka bir ifade ile finansal sermaye girişlerinin yatırımları finanse ederek sürdürülebilir bir ekonomik büyüme sağlaması için, Türkiye'de yurtiçi tasarrufların artırılmasına yönelik politika seçeneklerinin uygulanması hayati öneme sahiptir.

Elde edilen sonuçlar, yatırımların kısa vadeli yabancı sermaye yerine uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesinin önemini ortaya koymaktadır. Son yıllarda giderek artan yatırım-tasarruf açığı dış kaynaklarla kapatıldığına göre, yatırımları finanse edebilecek iç tasarruf artışı sağlanana kadar ülkeye uzun vadeli ve daha istikrarlı fonların çekilmesi sağlanmalıdır. Yabancı sermaye kompozisyonu içinde finansal sermaye fonları gibi kısa vadeli ve istikrarsız fonların ağırlıklı olan payı azaltılıp doğrudan yatırımlar gibi uzun vadeli fonların payı artırılabilirse, herhangi bir iç veya dış kaynaklı ekonomik, politik olumsuzluk karşısında ülkenin krize sürüklenmesinin önüne geçilebilecektir. Ayrıca ARDL modelinden elde edilen uzun dönemli katsayılar doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yatırımlar üzerindeki artırıcı etkisinin finansal sermaye akımlarınınkinden daha yüksek olduğunu göstermektedir. Bu bulgu da yabancı sermaye kompozisyonu içinde doğrudan yabancı sermaye akımlarının payının artırılmasının gerekliliğine işaret eden önemli bir göstergedir.

Bununla birlikte son yıllarda yurtiçi tasarruf oranındaki belirgin düşüşün önüne geçmeye yönelik politikaların uygulanabilmesi önem kazanmıştır. Bireysel emeklilik sisteminin geliştirilmesi tasarruf artışını sağlayabilecek önemli bir uygulamadır. Bireysel emeklilik sisteminin geliştirilmesine ilişkin uygulamalarla fon birikimi artırılabilirse özellikle uzun vadeli tasarrufların artırılmasında önemli bir adım atılmış olacaktır. Tüketimden tasarrufa yönelişin sağlanabilmesinde tasarruf sahiplerine sağlanabilecek vergi avantajları da teşvik edici olacaktır. Ayrıca verimsiz kamu harcamalarının azaltılması yoluyla kamu tasarruflarının artırılabilmesi de yurtiçi tasarrufların artmasına olanak sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

Agrawal, P. P. Sahoo ve R. K. Dash (2009), "Savings Behaviour in South Asia", *Journal of Policy Modeling*, 31, 208-224.

Ahmad, M. H. ve Q. M. Ahmed (2002), "Foreign Capital Inflows and Domestic Savings in Pakistan: Cointegration Techniques and Error Correction Modelling", *The Pakistan Development Review*, 41(4), 825-836.

Başar, S. H. Aksu, M. S. Temurlenk ve Ö. Polat (2009), "Türkiye'de Kamu Harcamaları ve Büyüme İlişkisi: Sınır Testi Yaklaşımı", *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(1), 301-314.

Bolat, S. M. Belke ve O. Aras (2011), "Türkiye'de İkiz Açık Hipotezinin Geçerliliği: Sınır Testi Yaklaşımı", *Maliye Dergisi*, 161, 347-364.

Çağlayan, E. (2006), "Enflasyon, Faiz Oranı ve Büyümenin Yurtiçi Tasarruflar Üzerindeki Etkileri", *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 21(1), 423-438.

Çimenoglu, A. ve N. Yentürk (2005), "Effects of International Capital Inflows on The Turkish Economy", *Emerging Markets Finance and Trade*, 41(1), 90-109.

Engle, R. ve C. W. J. Granger (1987), "Cointegration and Error-Correction: Representation, Estimation and Testing", *Econometrica*, 55(2), 251-276.

Gavin, M. R. Hausmann ve E. Talvi (1997), "Saving Behavior in Latin America: Overview and Policy Issues", *Inter-American Development Bank Working Paper*, 346, 1-23.

Jansen, W. Jos. (2003), "What Do Capital Inflows Do? Dissecting the Transmission Mechanism for Thailand, 1980-1996", *Journal of Macroeconomics*, 25, 457-480.

Johansen, S. ve K. Juselius (1990), "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration With Applications to the Demand for Money", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52(2), 169-210.

Johansen, S. (1988), "Statistical Analysis of Cointegrating Vectors", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12(2-3), 231-254.

Hadiwibowo, Y. (2010), "Capital Inflows and Investment in Developing Countries: The Case of Indonesia", *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 4(4), 220-229.

Kara, M. A. ve M. Kar (2005), "Yabancı Sermaye Çeşitlerinin Yatırımlar ve Tasarruflar Üzerine Etkilerinin Ekonometrik Analizi", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 228, 93-108.

Karagöl, E. E. Erbaykal ve H. M. Ertuğrul (2007), "Türkiye'de Ekonomik Büyüme ile Elektrik Tüketimi İlişkisi: Sınır Testi Yaklaşımı", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 8(1), 72-80.

Keskin, N. (2008), *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Kwiatkowski, D., P. C. B. Phillips, P. Schmidt ve Y. Shin (1992), "Testing the Hypothesis of Stationarity against the Alternative of a Unit Root: How Sure Are We That Economic Time Series Have a Unit Root?", *Journal of Econometrics*, 54, 159-178.

Mendoza, Enrique G. ve E. M. Terrones (2008). "An Anatomy of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates and Micro Data". *IMF Working Paper*, WP/08/226, 1-50.

Mileva, E. (2008), "The Impact of Capital Flows on Domestic Investment in Transition Economies", *European Central Bank Working Paper Series*, No. 871. Şubat.

Montiel, P. J. (2000), "What Drives Consumption Booms?", *The World Bank Economic Review*, 14(3), 457-480.

Ng, S. ve P. Perron (2001), "Lag Length Selection and the Construction of Unit Root Tests with Good Size and Power", *Econometrica*, 69(6), 1519- 1554.

Örnek, İ. (2008), "Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği", *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 63(2), 199-217.

Pels, B. (2010), "Capital Infows and Investment", *IIS Discussion Paper*, No. 330, 1-35.

Pesaran, M. H. Y. Shin ve R. J. Smith (2001). "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships", *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326.

Phillips, P. C. B. , ve P. Perron (1988), "Testing For A Unit Root In Time Series Regression", *Biometrika*, 75(2), 335-346.

Reinhart, C. ve I. Tokatlidis (2005), "Before and After Financial Liberalization", <http://mpr.aub.uni-muenchen.de/6986>, (Eriřim: 16.12.2010).

Seyidoğlu, H. (2003), "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Geliřmiř Ül-keler, Türkiye ve Dönüřüm Ekonomileri", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4(2), 141-156.

şengönül, A. M. Altıok ve R. Gürbüz (2007), "Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 22(252), 26-48.

Taşçı, M. H., B. Darıcı ve E. Erbaykal (2009), "Ters Para İkamesi Süreci ve Döviz Kuru Oynaklığı: Türkiye Örneği", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 10(1), 102-117.

Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/EkonomikSosyalGostergeler.aspx>, (Eriřim: 04.06.2014).

TCMB, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>, (Eriřim: 04.06.2014).

Touny, M. A. (2008), "Determinants of Domestic Saving Performance in Egypt: An Empirical Study", *Journal of Commercial Studies and Researches*, Faculty of Commerce, Benha University, 1, 1-23.

UNSTATS, United Nations Statistics Division, Monthly Bulletin of Statistics Online, <http://unstats.un.org/unsd/mbs/app/DataView.aspx>, (Eriřim: 04.06.2014).

Uthoff, A. ve D. Titelman (1998), "The Relationship Between Foreign and National Savings Under Financial Liberalization", Ffrench-Davis, Ricardo ve Reisen, Helmut (eds.), *Capital Flows and Investment Performance*, OECD, 23- 41.

Uzunoğlu, S., K. Alkin ve C. F. Gürlesel (1995), *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*, İMKB Yayınları, Yayın No: 6, İstanbul.

Ünsal, E. M. (2005), *Makro İktisat*, 6. Baskı, Ankara: İmaj Yayıncılık.

World Bank (1997) "Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration", *A World Bank Policy Research Report*, Oxford University Press.

Yamak, N. ve B. Tanrıöver (2007). "Türkiye'de Nominal Faiz Oranı-Genel Fiyat Düzeyi İlişkisi: Gibson Paradoksu", 8. *Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi*, 24-25 Mayıs 2007, İnönü Üniversitesi, Malatya.

Yentürk, N. (2005), *Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*, İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Yıldırım, K. D. Karaman ve M. Taşdemir (2008), *Makroekonomi*, 7. Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Zhou, Y. S. (2008), "Capital Flows and Economic Fluctuations: The Role of Commercial Banks in Transmitting Shocks", *IMF Working Paper*, WP/08/12, 2-30.

Zivot, E. ve D. W. K. Andrews (1992), "Further Evidence on the Great Crash, the Oil-Price Shock, and the Unit-Root Hypothesis", *Journal of Business & Economic Statistics*, 10(3), 251-270.