

**BRICS-T ÜLKELERİNE YÖNELİK PORTFÖY YATIRIMLARININ CARİ AÇIK
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: DİNAMİK PANEL VERİ ANALİZİ**

Duygu AYHAN¹

ÖZ²

Yükselen piyasa ve gelişmekte olan ekonomilere yönelik net portföy yatırımları, 2002-2004 döneminde ortalama 20.3 milyar dolardan 2010'da 224.5 milyar dolara yükselmiştir. Aynı dönemde, cari işlemler fazlası 144.5 milyar dolardan 334.9 milyar dolara ulaşmıştır. Yükselen piyasa ekonomilerinde meydana gelen finansal krizler, finansal serbestleşmeyle birlikte hızla artan sermaye girişlerinin cari açığa yol açabildiğini göstermektedir. Bu çalışmada, BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) ve Türkiye'de portföy girişleri-cari açık ilişkisi 1994-2009 dönemi için panel veri seti kullanılarak incelenmektedir. Literatürde, finans hesabının cari açığa neden olduğu görüşü hakimdir. Çalışmadan elde edilen bulgular, literatürü desteklemekte ve ele alınan ülkelerde portföy girişlerinin cari açığın Granger nedeni olduğunu ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, dış dengeyi sağlamak amacıyla uygulanan makroekonomik politikalar, aynı zamanda uluslararası sermaye akımlarının yönetimiyle doğrudan ilişkilendirilmelidir.

Anahtar Kelimeler: Portföy Yatırımları; Cari Açık; BRICS

JEL Sınıflandırma: F32, F40

**THE EFFECTS OF PORTFOLIO INVESTMENT THROUGH BRICS-T ON
CURRENT ACCOUNT DEFICIT: THE DYNAMIC PANEL DATA ANALYSIS**

ABSTRACT

Net portfolio investments through emerging market and developing economies surged from 20.3 billion dollar (2002-2004, average) to 224.5 billion dollar (2010). For the same period, current account surplus risen from 144.5 billion dollar to 334.9 billion dollar. Financial crises triggered in emerging economies showed that capital inflows intensified with financial liberalization may lead current account deficit. In this study, using panel data test, the portfolio inflows-current account relations of BRICS (Brazil, Russia, India, China, South Africa) and Turkey are investigated for the period 1994-2009. The empirical literature suggest that capital account causes current account deficit. The results are consistent with empirical literature revealing that portfolio inflows Granger cause current account deficit of countries in the sample. Thus, macroeconomic policies aiming at maintaining the foreign balance should be consistent with international capital flows management.

Keywords: Portfolio Investments; Current Account Deficit; BRICS

JEL Codes: F32, F40

GİRİŞ

Uluslararası sermaye girişleri, yükselen piyasa ekonomilerinde ekonomik büyümenin finansmanı ve döviz rezervi birikimi açısından son derece önemlidir. Bununla birlikte, bu tür sermaye girişleri kredi ve varlık fiyatlarında balon oluşumu, aşırı ısınma ve enflasyonist baskılar, nominal ve reel döviz kurlarının aşırı değerlenmesi, cari açık gibi olumsuz etkilere de yol açabilmektedir. Bu etkiler arasında en dikkat çekici olan, cari açık

¹ Yrd.Doç.Dr., Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi, aduygu.ayhan@deu.edu.tr

² Bu çalışma, Pamukkale Üniversitesi 12.Uluslararası Ekonometri Yöneylem Araştırması ve İstatistik Sempozyumu'nda bildiri olarak sunulmuştur.

üzerinde görülmektedir³. Özellikle 1980 sonlarından itibaren yükselen piyasalarda sermaye hesabının hızla serbestleştirilmesiyle birlikte sermaye akımlarının cari işlemler hesabındaki istikrarsızlığın esas nedeni olabileceği ortaya çıkmıştır (Wong ve Carranza, 1999). Başka bir ifadeyle, 1990’larda yükselen piyasa ekonomilerinin çoğunda meydana gelen finansal krizler, kısa vadeli sermaye akımlarının (veya finans hesabı şoklarının) döviz piyasasında baskı yaratarak reel döviz kurunun uzun dönem dengesinden ayrıldığı ve cari açığa neden olduğunu göstermektedir.

Yükselen piyasa ekonomilerinde cari açığın ortaya çıkmasının esas nedeni, az gelişmiş bir finansal sistemde sermaye girişlerinin absorbe edilebilme kapasitesinin sınırlı olması ve buna bağlı olarak aşırı ve etkin olmayan yurtiçi yatırım ve tüketim harcamalarının ortaya çıkmasıdır⁴. Bu durumda, cari açık, net dış borçların birikmesiyle birlikte kırılganlığın artmasına ve dış dengenin sürdürülemez olmasına yol açarak devalüasyonu kaçınılmaz hale getirebilmektedir. Sermaye girişlerinin aniden tersine dönmesi ve mevcut cari açığın finanse edilmemesiyle birlikte söz konusu ülkelerde para krizi tetiklenmiş olur. Bu durumda, ülke ya döviz rezervlerini kullanmak ya da ikiz krizler (para ve bankacılık krizleri) pahasına sabit kur rejiminden vazgeçmek zorunda kalabilir. Dolayısıyla, birçok yükselen piyasa ekonomisinde büyük ölçüde kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilen cari açık, uzun dönemde sürdürülemez olup finansal krizlere yol açabilmektedir (Bacchetta ve Wincoop, 2000; Yan, 2007; Mohan ve Kapur, 2010). 2000 sonrası dönemde ise, yükselen piyasa ve gelişmekte olan ekonomilerde genel olarak net portföy yatırımları arttıkça cari işlemler dengesinin pozitif seyrettiği Tablo 1’de görülmektedir. Beklendiği üzere, finans hesabı cari işlemler açıklarını finanse etmektedir (Lee ve Wang, 2012). Ayrıca, cari işlemler fazlasının daha çok bu ülkelere yönelik net doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile hareket ettiği belirtilebilir.

Tablo 1: Yükselen Piyasa ve Gelişmekte Olan Ekonomilerde Portföy Yatırımları-Cari Açık İlişkisi (\$ milyar)

	2002-2004 (ort)	2005	2007	2009	2010	2011	2012
Net özel sermaye akımları	168.8	312.2	691.0	320.9	600.0	495.3	144.9
Net doğrudan yabancı sermaye yatırımı	167.7	277.3	439.3	334.5	400.9	473.2	446.3
Net portföy yatırımı	20.3	36.7	106.7	90.4	224.5	96.7	164.9
Cari işlemler dengesi	144.5	414.5	619.1	268.9	334.9	486.8	394.4

Yükselen piyasa ve gelişmekte olan ekonomiler, altı bölgesel grupta yer alan ülkelere oluşmaktadır. Bunlar, Merkezi ve Doğu Avrupa, Bağımsız Devletler Topluluğu, Gelişen Asya, Latin Amerika, Ortadoğu ve Kuzey Afrika, Sahra-altı Afrika’dır. Kaynak: IMF (2013)

Yükselen piyasa ekonomilerine yönelik yoğun sermaye hareketliliği ve bu ülkelerdeki zayıf finansal düzenleme ve denetleme sisteminin varlığı, bu konuda geniş bir literatürü beraberinde getirmiştir. Çalışmalar arasında, sermaye hareketlerinin

belirleyicileri, zamanlaması, büyüklüğü, yönetimi/politika-tepkileri (sterilizasyon politikaları) gibi konular dikkat çekmektedir. Bu çalışmanın amacı ise, öncü yükselen piyasa ekonomileri olan BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) ve Türkiye’de portföy girişleri-cari açık ilişkisini 1994-2009 dönemi için incelemektir⁵. Borç akımları arasında sadece portföy yatırımlarının seçilmesinin nedeni, gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranlarına bağlı olarak yüksek getiri arayan fonların ele alınan ülkelerdeki görece yüksek faiz oranları karşısındaki risk iştahının bir göstergesi olmasıdır. BRICS-T ülkelerinin seçilmesinin nedeni ise, genel olarak ülkeye özgü yaşanan krizler sonrasında hızlı toparlanma sürecinin, bu ülkeleri yabancı yatırımcılar tarafından çekici hale getirmesidir. Yükselen piyasa ekonomilerinde süregelen cari açığın 1990’lardan itibaren meydana gelen para krizlerinin öncü göstergeleri arasında yer aldığı ve 2000 sonrasında sermaye girişlerinde aşırı oynaklık dikkate alınırca, bu tür ampirik ilişkinin literatüre katkı sağlayabileceği düşünülmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde konuya ilişkin literatür özeti ele alınmaktadır. İkinci bölümde veri seti ve yöntem, üçüncü bölümde elde edilen ampirik bulgular verilmektedir. Ardından, sonuç yer almaktadır.

1.LİTERATÜR ÖZETİ

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, finans hesabı ile cari işlemler hesabı arasında tek yönlü veya çift yönlü bir nedensellik ilişkisine yol açabilir. Sermaye girişlerine tepki niteliğinde uygulanan yurtiçi politikalara bağlı olarak iki değişken arasında herhangi bir ilişki de olmayabilir. Bu kapsamda, literatürde, finans hesabı ile cari işlemler hesabı arasında dört olası nedensellik ilişkisi bulunmaktadır (Wong ve Carranza, 1999; Kim ve Kim, 2011):

(i) *Finans hesabından cari işlemler hesabına yönelik tek yönlü ilişki*: serbest kur rejimi ve sterilizasyon politikalarının uygulanmaması koşulunda pozitif net sermaye girişleri nominal ve reel döviz kurunun değerlendirilmesine yol açarak ihracatı düşürür, ithalatı artırır. Bu nedenle, cari denge bozulur. 1990’lı yıllarda gelişen piyasa ekonomilerinde gerçekleşen finansal krizlerde görüldüğü gibi, sermaye girişlerini uygun şekilde kanalize etme kapasitesinin zayıf olduğu finansal sistemde sermaye girişleri aşırı yatırım ve tüketime yol açarak cari açığa yol açmıştır.

(ii) *Cari işlemler hesabından finans hesabına doğru tek yönlü ilişki*: cari açığın dış borçlanma veya özel sermaye girişleri ile finanse edildiğini ve aynı zamanda, finansal serbestleşme politikalarının cari açığa yol açmadan uygulanabildiğine işaret etmektedir.

(iii) *Cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasında çift yönlü nedensellik*: bu değişkenlerin ilgili makroekonomik değişkenlerce (döviz kuru) dışsal olarak belirlenmesiyle mümkün olabilir.

(iv) *Cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasında herhangi bir ilişkinin olmaması*: teorik olarak, cari işlemler açığının finans hesabı fazlasına eşitliği durumu, iki değişken arasında bir nedensellik ilişkisini mümkün kılmamaktadır. Bu değişkenler birbirinden bağımsızdır. Ayrıca, tam sterilizasyon durumunda, sermaye girişleri resmi rezervler hesabı kanalıyla döviz rezervlerinde aynı miktarda artışa yol açar. Bu durumda, cari işlemler hesabı kısa süreli de olsa etkilenmez.

Literatürde, genel olarak finansal serbestleşmeyle birlikte finans hesabının cari açığa neden olduğu bulgusu hakimdir⁶. Bu çalışmalar arasında, Morande (1988), Şili için finans hesabından cari işlemler hesabına doğru tek yönlü bir nedensellik bulunduğunu ileri sürmektedir. Benzer şekilde, dört yükselen piyasa ekonomisini inceleyen Wong ve Carranza (1999), 1989-1994 döneminde finansal serbestleşmeyle birlikte yüksek sermaye hareketliliğinin cari işlemler hesabındaki dengesizliğinin temel nedeni olduğunu ortaya koymaktadır. Bu dönemde, Arjantin, Meksika ve Tayland için finans hesabından cari işlemler hesabına doğru tek yönlü; Filipinler için çift yönlü nedensellik söz konusudur. Finansal serbestleşme öncesindeki dönemde ise, ya finans hesabı-cari işlemler hesabı arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi yoktur ya da cari işlemler hesabından finans hesabına doğru tek yönlü nedensellik (Tayland) bulunmaktadır. Yan (2007), gelişmiş ülkelerde (G7) cari işlemler hesabı finansal hesabının Granger nedeniyken; 7 yükselen piyasa ekonomisinde (Arjantin, Brezilya, Endonezya, Filipinler, G.Kore, Meksika ve Tayland) bu ilişkinin tam tersinin geçerli olduğunu belirtmektedir. Bileşenlere ayrılarak ele alınan sermaye hesabı (doğrudan yabancı sermaye, portföy yatırımları, banka kredileri başta olmak üzere diğer yatırımlar), gelişmiş ekonomilerde cari işlemler dengesizliğini finanse ederken; yükselen piyasa ekonomilerinde uygulanan politikalara bağlı olarak cari işlemler dengesizliğine yol açmaktadır. Dolayısıyla, bu ülkelerde sağlam bir finansal sistem oluşturulmadan sermaye kontrollerinin aniden kaldırılması, bu ülkeleri serbest sermaye hareketlerine karşı kırılgan hale getirmektedir. Yan (2007)'nin bulgularını yeniden inceleyen Lee ve Wang (2012), önceki çalışmanın sadece belirli rejimlerde (genişlemeci/daraltıcı) ortaya çıkabileceğini ileri sürmektedirler. Cari işlemler hesabı-f finans hesabı nedenselliğini etkileyen esas unsur, ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyleri ve konjonktür dalgalanmalarının neden olduğu asimetridir. Çalışmada, 6 yükselen piyasa ekonomisi için durgunluk döneminde finans hesabının cari işlemler hesabına yol açtığı belirtilmektedir. Durgunluk döneminde sermaye çıkışı ilk bu ülkelerde meydana gelmekte ve daha sonra cari işlemler dengesinin değişmesine neden olmaktadır. Öte yandan, G7 ülkelerinin 6'sı için genişleme döneminde cari işlemler hesabı finans hesabının Granger nedenidir. Genişleme döneminde ortaya çıkan gelir artışı tüketim ve ithalat harcamalarını artırarak ilk önce cari dengeyi etkilemektedir.

Bu çalışmaların yanısıra, Foroque ve Veloce (1990) Kanada için finans hesabı ile cari işlemler hesabı arasında çift yönlü bir nedensellik ortaya koymaktadırlar. Çok sayıda değişkeni ve ülkeyi inceleyen Chinn ve Prasad (2003), gelişmekte olan (71 ülke) ve özellikle gelişmiş ülkelerde (18 ülke) net dış varlık stoku ile cari işlemler dengesi arasında güçlü bir pozitif ilişki bulmuşlardır. Nisbi olarak fazla net dış varlık stoğuna sahip ülkelerde cari işlemler fazlası söz konusudur. Son olarak, Kim ve Kim (2011), Kore için cari işlemler hesabı ile finans hesabı arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi sonucuna ulaşmaktadırlar. Sermaye girişleri döviz kurunun değerlendirilmesine yol açarak ithalatı teşvik etmekte ve cari açığı artırmaktadır. Sürdürülemez düzeyde yüksek cari açık ise, yeterli düzenleme ve

denetlenmenin olmadığı zayıf bankacılık sistemi ve serbest kur rejimi altında para krizlerini tetikleyebilmektedir. Dolayısıyla, düzenleme ve denetlenmenin yetersiz olduğu bir finansal sistemde sermaye kısıtlamalarının aniden kaldırılmaması gerekmektedir.

2. VERİSETİ VE YÖNTEM

Bu çalışmada, BRICS ülkeleri ve Türkiye'ye ilişkin portföy girişleri (portföy yatırımları yükümlülükler) ve cari işlemler dengesi yıllık veri seti 1994-2009 dönemi için IFS (international financial statistics) den elde edilmiştir.

Portföy yatırımları ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi incelemek için dinamik panel Granger-nedenselliği analizinden yararlanılmıştır. Bu yaklaşım, bazı kısıtlamaları içermekle birlikte zamanlararası ilişkileri analiz etmek üzere sıkça kullanılmaktadır. Biraraya getirilmiş OLS ve panel veri modellerini (sabit veya tesadüfî etkiler) kullanılarak elde edilen regresyonlar içsellik problemi gösterebilir. Bunun nedeni, gecikmeli bağımlı değişkenin çoğunlukla hata terimi ile ilişkili olmasıdır. Dolayısıyla, çalışmada, sistem GMM yöntemi kullanılmaktadır.

Portföy yatırımları ile cari işlemler dengesi arasındaki zamanlararası (intertemporal) ilişkiyi çözmek üzere, aşağıdaki denklemler tahmin edilmiştir:

$$Cur_{i,t} = f(Cur_{i,lag}, Port_{i,lag}) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Port_{i,t} = f(Cur_{i,lag}, Port_{i,lag}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Burada, i ülkeler arasındaki kesitsel boyutunu, t ise zaman boyutunu göstermektedir. Cur ve $Port$, sırasıyla cari işlemler dengesi ve portföy yatırımlarıdır.

Granger nedensellik testi sonuçları gecikme uzunluğu seçimine karşı duyarlıdır. Sistem GMM tanımlaması için Casu ve Girardone (2009) ile Fiordelisi *vd* (2011) izlenerek iki gecikme kullanılmış ve AR(2) süreci tahminlemiştir. Ele alınan veriler yıllık olduğu için belirtilen kaynaklar temel alınarak iki gecikme kullanılmıştır. Granger nedensellik testi, iki gecikmede katsayıların birlikte istatistiksel olarak sıfırdan farklı olup olmadığını değerlendirmektedir. Herbir belirleyici değişkeninin gecikmelerinin toplamının sıfır olma kısıtı altında değişkenlerin "uzun dönemli etki"si test edilmiştir. Kısıtın reddedilmesi, uzun dönemli etkinin varlığını göstermektedir. Uzun dönemli etkiden kastedilen değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiden çok ilişkinin yönüdür. Literatürde gecikmelerin toplamı istatistiksel olarak anlamlı ise, özellikle işaret anlamında uzun dönemli ilişkinin varlığı ortaya çıkar. Örneğin, portföy yatırımlarında artışın cari işlemler dengesini uzun dönemde pozitif etkilemesi gibi.

3. AMPİRİK BULGULAR

Im, Peseran ve Shin (2003) panel birim kök testi sonuçlarına göre, serilerde birim kök bulunmamaktadır (Tablo 2). Birim kök testi, trendli ve sabitli modele göre yapılmıştır. Ayrıca, Levin, Lin ve Chu (2002) testi (LLC testi), cari işlemler için trendli modelde birim kök bulunduğunu göstermektedir.

Tablo 2: Birim Kök Testleri

	Cari İşlemler Dengesi	Portföy Yatırımları
ADF Birim Kök Testi		
Brezilya	-1.989(1)	-1.575(1)
Rusya	-1.392(0)	-4.404(0)*
Hindistan	-0.734(0)	-1.695(1)
Çin	-4.688(1)*	-1.542(0)
Güney Afrika	-2.795(1)*	-3.302(0)**
Türkiye	-1.437(0)	-2.174(0)
Panel Birim Kök Testleri: IPS ve LLC		
Panel birim kök testi: IPS LM testi		
BRICS-T (trendsiz)	1.638**	2.339*
BRICS-T (trendli)	-2,772*	-4.964*
Panel birim kök testi: LLC testi		
BRICS-T (trendsiz)	-2.926*	-4.448*
BRICS-T (trendli)	0.203	-6.147*

Tablo 3'te GMM yönteminin iki gecikmeli modelinin regresyon sonuçları yer almaktadır⁷. Tablonun altında GMM tahminleri için tanımlama test sonuçları verilmektedir⁸. Bu testlere göre bütün GMM denklemleri uygun şekilde belirlenmiştir. Elde edilen bulgular, portföy yatırımlarının bağımlı değişken olması durumunda Granger nedenselliğinden söz edilemediğini göstermektedir. Başka bir ifadeyle, BRICS-T ülkelerinde cari işlemler dengesi portföy yatırımlarına neden olmamaktadır. Buna karşılık, bağımlı değişkenin cari işlemler dengesi halinde, ilişkinin yönünü belirleyen uzun dönemli etkiler çerçevesinde Granger nedenselliğinin söz konusu olduğu sonucuna ulaşılmaktadır(0.743). Sonuç olarak, BRICS-T ülkelerinde portföy yatırımları cari işlemler dengesini pozitif etkilemektedir. Portföy yatırımları arttıkça cari açık da artmaktadır. Ele alınan ülkelere yönelik portföy girişleri ulusal para birimlerinin değerlendirilmesine yol açarak ithalatı teşvik etmektedir. Bu durum, net ihracatı düşürerek veya mevcut dış ticaret açığını arttırarak cari açığa yol açabilmektedir.

Tablo 3: Granger Nedensellik: BRICS-T Ülkelerinde Cari İşlemler Dengesi-Portföy Yatırımları İlişkisi

	Bağımlı Değişken: Cari işlemler dengesi	Bağımlı Değişken: Portföy yatırımları
	SYS-GMM	SYS-GMM
sabit	-756.396 (2909.814)	3884.01* (1538.85)
Cur_{t-1}	2.007* (0.142)	0.079 (0.077)
Cur_{t-2}	-1.369* (0.185)	-0.076 (0.100)
$Port_{t-1}$	0.465** (0.226)	-0.028 (0.119)
$Port_{t-2}$	0.278 (0.230)	0.407* (0.121)
M1(p-değer)	0.002*	0.001*
M2 (p-değer)	0.519	0.473
Sargan/Hansen (p-değer)	0.550	0.163
Diff- Sargan/Hansen (p-değer)	0.132	0.793
$\sum cur$		0.003 (0.914)
$\sum port$	0.743** 0.038	
Granger Nedensellik: cur (p-değer)		0.319
Granger Nedensellik: $port$ (p-değer)	0.013**	

Not: SYS-GMM: GMM sistemi. *, ** ve *** sırasıyla 1%, 5% ve 10% anlamlılık düzeyini göstermektedir. Arellano ve Bond dinamik panel sistemi GMM tahminleri (Stata xtabond2 command) ile Windmeijer (2005) düzeltilmiş standart hata (parantez içinde) kullanılmıştır. Değişkenler, $\sum cur$ ve $\sum port$, sırasıyla cari işlemler dengesi ve portföy yatırımlarının gecikme terimlerinin toplamını test etmek için tahminlenen katsayılarıdır. Bunlar, ilişkinin yönünü gösteren uzun dönemli etkiyi ifade etmektedir.

SONUÇ

Yüksek sermaye hareketliliği, cari işlemler açığının esas nedenlerinden biri olabilir. Serbest kur rejimi altında pozitif net sermaye girişleri, nominal ve reel döviz kurunun değerlendirilmesine yol açarak cari işlemler açığını beraberinde getirebilir. Bunun esas nedeni, az gelişmiş bir finansal sistemde sermaye girişlerinin absorbe edilme kapasitesinin sınırlı olmasına bağlı olarak yüksek yurtiçi tüketim ve yatırım harcamalarının tetiklenmesidir. Dış ticaret açığında artış ile birlikte para krizlerinin öncü göstergelerinden olan cari açık kaçınılmaz hale gelebilir.

Portföy girişleri-cari işlemler açığı ilişkisini öncü yükselen piyasa ekonomilerini (BRICS-T) ele alarak inceleyen bu çalışmanın bulguları, 1994-2009 dönemi için portföy yatırımlarının cari işlemler dengesini etkilediğini ortaya koymaktadır. Aynı zamanda,

literatürde hakim görüş olan bu bulgu, finansal serbestleşmeyle birlikte finans hesabının cari açığa neden olabileceğini göstermektedir.

Portföy girişlerinden cari açığa tek yönlü ilişkinin varlığı, cari açığı düşürmeye yönelik uygulanan politikaların, aynı zamanda sermaye girişlerini teşvik ediyorsa, tam tersi etkilere yol açabileceğini göstermektedir. Örneğin, tamamlayıcı politikalar olmaksızın tek başına uygulanan sıkı para politikası, portföy girişlerini artırarak nominal döviz kurunun değerlenmesine ve dolayısıyla, cari açığın daha da artmasına neden olabilir. Bu nedenle, dış dengeyi sağlamak amacıyla uygulanan makroekonomik politikalar, sermaye girişleriyle doğrudan ilişkilendirilmelidir. Ayrıca, serbest sermaye hareketliliği durumunda dengeyi sağlamak için, sabit kur rejiminin yarattığı riskler nedeniyle nominal döviz kurunun yeterli esnekliğe sahip olması gerekir. Son olarak, sağlam bir finansal sistem oluşturulmadan sermaye kontrollerinin aniden ve tamamen kaldırılması, gelişen piyasa ekonomilerini serbest sermaye hareketlerine karşı kırılgan hale getirmektedir. Ulusal finansal sistemdeki güçlü yapısal reformlar, hem yurtiçi finansal istikrar hem de küresel finansal sisteme uyum sürecinin başarısı için kaçınılmazdır.

NOTLAR

¹ Cari açık ya da döviz açığı, özel tasarruf-yatırım açığı+kamu tasarruf-yatırım açığı (bütçe açığı) şeklinde ifade edilebilir. Ödemeler dengesi hesabında, cari işlemler hesabı+finans hesabı+resmi rezervler=0 şeklindedir. Resmi rezervler sabit kabul edilirse, cari açık (fazla) finans hesabı fazlasını (açığı) gerektirmekte ve yabancı sermaye girişini (çıkışını) ifade etmektedir.

² Finansal derinliğin olduğu piyasalarda, sermaye akımları daha etkin bir şekilde kanalize olur (Mohan ve Kapur, 2010).

³BRICS: 2001 yılında öne sürülen öncü yükselen piyasa ekonomileri ülke grubu, yüksek ve hızlı büyüyen ekonomileri ile dikkat çekmektedirler. Bu ülkeler, dünya nüfusunun %40'ının ve dünya ekonomisinin %25'inin üzerinde bir paya sahiptir.

⁴ Ek literatür için bkz. Lee ve Wang (2012).

⁵ Hausman testine göre tesadüf etkiler modeli reddedilmiştir.

⁶ Sargan testi değişkenlerin hata terimi ile korelasyon göstermediğine dayalıdır. Ayrıca, Arellano-Bond test sonuçları anlamlı AR(1) seri korelasyon ve AR(2) seri korelasyonun olmadığını gerektirir.

KAYNAKÇA

BACCHETTA, P. ve WINCOOP, E. (2000), "Capital Flows to Emerging Markets: Liberalization, Overshooting and Volatility" Edwards (eds.), Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence, and Controversies; University of Chicago Press; 61-103.

CASU, B. ve GIRARDONE, C. (2009), "Testing the Relationship between Competition and Efficiency in Banking: A Panel Data Analysis" Economics Letters, (105); 134-137

CHINN, M. ve PRASAD, E. (2003), "Medium-term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration" Journal of International Economics, (59); 47-76.

FIORDELISI, F., MARQUES-IBANEZ, D, ve MOLYNEUX P., “Efficiency and Risk in European Banking” *Journal of Banking and Finance*, (35); 1315-1326.

FOROQUE, A. ve VELOCE, W. (1990), “Causality and the Structure of Canada’s Balance of Payments” *Empirical Economics*, (15); 267-283.

IMF(2013), “World Economic Outlook”, Nisan 2013. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/text.pdf> (Erişim Tarihi: 10.06.2013)

IM, K, PESERAN, M., SHIN, Y., (2003), “Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels”, *Journal of Econometrics*, (115); 53-74.

KIM, C. ve KIM, D. (2011), “Do Capital Inflows Cause Current Account Deficits?” *Applied Economics Letters*, (18); 497-500.

LEVIN, A., LIN, C.F., CHU, C.S.J., (2002), "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-sample Properties", *Journal of Econometrics*, (108); 1-24.

LEE, L. ve WANG, K. (2012), “Capital Mobility and Current Account Imbalance: Nonlinear Threshold Vector Autoregression Approach” *International Interactions: Empirical and Theoretical Research in International Relations*, 38(2); 182-217.

MOHAN, R. ve KAPUR, M. (2010), “Liberalization and Regulation of Capital Flows: Lessons for Emerging Market Economies” *Asian Development Bank Institute Working Paper*, (No.186).

MORANDE, F.G. (1988), “Domestic Currency Appreciation and Foreign Capital Inflows: What Comes First?” *Journal of International Money and finance*, (7); 447-466

YAN, H. (2007), “Does Capital Mobility Finance or Cause a Current Account Imbalance?” *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47(1); 1-25.

WINDMEIJER, F. (2005), “A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators” *Journal of Econometrics*, (126); 25-51.

WONG, C.-H. ve CARRANZA, L. (1999), “Policy Responses to External Imbalances in Emerging Market Economies: Further Empirical Results” *IMF Staff Papers*, 46(2); 225–238.