

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ MAKROEKONOMİK
İSTİKRARA ETKİLERİ VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ARZU TOKAT

ANABİLİM DALI : İKTİSAT
PROGRAMI : İKTİSAT POLİTİKASI

KOCAELİ-2010

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ MAKROEKONOMİK
İSTİKRARA ETKİLERİ VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ARZU TOKAT

ANABİLİM DALI: İKTİSAT
PROGRAMI : İKTİSAT POLİTİKASI

DANIŞMAN: DOÇ. DR. İSMAİL ŞİRİNER

KOCAELİ-2010

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ MAKROEKONOMİK
İSTİKRARA ETKİLERİ VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tezi Hazırlayan: Arzu TOKAT

Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Tarihi ve No: 22/09/2010 – 2010/22



Doç.Dr. İsmail ŞİRİNER



Yrd.Doç.Dr.Gülten
DURSUN



Yrd.Doç.Dr. Şevket Alper
KOÇ

ÖNSÖZ

Küreselleşme süreci ve piyasaların uluslar arası finansal sisteme entegrasyonu olgusu özellikle gelişmekte olan ülkelerde problemler ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Uluslar arası sermaye hareketlerinin yoğunluğu ve değişikliği özellikle bu ülkelerin makroekonomik istikrarı üzerinde olumsuz sonuçlara neden olmuştur. Bu durumun yarattığı finansal krizler sonucunda gelişmekte olan ülke ekonomileri ağır bedeller ödemiştir. Bu yüzden uluslararası sermaye hareketleri ile makroekonomik istikrar / istikrarsızlık arasındaki ilişkinin araştırılması gerekmektedir.

Türkiye için uluslar arası sermaye hareketleri ve makroekonomik istikrarı arasındaki ilişkiyi açıklamada bana yardımcı olan ve hiçbir zaman desteğini esirgemeyen danışman hocam Doç.Dr. İsmail Şiriner'e teşekkürü borç bilirim.

Ayrıca, maddi ve manevi desteklerini esirgemeyen aileme, yakın dostlarıma ve arkadaşlarıma sevgi ve şükranlarımı sunarım.

Arzu TOKAT

Kocaeli, Ekim 2010

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	I
İÇİNDEKİLER.....	II
ÖZET.....	VI
ABSTRACT.....	VII
KISALTMALAR.....	VIII
ŞEKİLLER.....	IX
TABLolar.....	X
GRAFİKLER.....	XI
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLAR ARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE MAKRO EKONOMİK İSTİKRAR: KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNE KAVRAMSAL YAKLAŞIM.....	3
1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Çeşitleri.....	3
1.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları.....	6
1.1.2. Portföy Yatırımları.....	7
1.1.3. Diğer Yatırımlar.....	10
1.1.3.1. Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri.....	10
1.1.3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	11
1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelmesinin Nedenleri.....	13
1.2.1. İçsel Nedenler.....	14
1.2.2. Dışsal Nedenler.....	17
2. EKONOMİK İSTİKRAR VE TEMEL UNSURLARI.....	20
2.1. Döviz Kuru İstikrarı.....	23
2.1.1. Döviz Piyasaları ve Genel Tanımlar.....	23

2.1.2. Döviz Kuru Belirlenme Mekanizmaları.....	25
2.1.3. Döviz Kuru Sistemleri.....	30
2.1.4. Döviz Krizleri, Teorik Yaklaşımlar.....	34
2.2. Fiyatlar Genel Düzeyi İstikrarı.....	36
2.2.1. Enflasyon Tanımı.....	36
2.2.2. Enflasyon Türleri.....	37
2.2.3. Diğer Enflasyon Tanımları.....	38
2.2.4. Yabancı Sermaye Akımları ve Fiyat İstikrarı.....	38

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLAR ARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ, MAKROEKONOMİK ETKİLERİ VE FİNANSAL KRİZLER

1. SERMAYE HAREKETLERİNİN SERBESTLEŞME SÜRECİ, FİNANSAL REFORMLAR VE MAKROEKONOMİK İSTİKRAR.....	40
1.1. Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesinin Zamanlaması ve Sıralaması.....	41
1.2. Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik İstikrar.....	42
1.3. Çeşitli Ülkelerin Finansal Serbestleşme ve Uluslar arası Sermaye Hareketlerine Açılma Deneyimleri.....	44
2. SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ.....	46
2.1. Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru.....	47
2.2. Sermaye Hareketleri ve Faiz Oranları.....	49
2.3. Sermaye Hareketleri ve Döviz Rezervleri.....	51
2.4. Sermaye Hareketleri ve Para Arzı.....	53
2.5. Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi.....	56
2.6. Finansal Derinleşme ve Gelişme	58
2.7. Sermaye Hareketleri ve Menkul Kıymet Piyasası.....	59
3. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİNİN HACMİ VE FİNANSAL KRİZLER.....	62
3.1. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Hacmi.....	62

3.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler Arasındaki İlişki.....	68
3.3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Finansal Krizler ve Sermaye Hareketlerinin Rolü.....	72
3.3.1. Meksika Krizi (1994).....	73
3.3.2. Asya Krizi (1997).....	76
3.3.3. Rusya Krizi (1998).....	79
3.3.4. Brezilya Krizi (1999).....	81
3.3.5. Arjantin Krizi (2001).....	83

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ VE MAKROEKONOMİK İSTİKRARA ETKİLERİ

1. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİNİN İÇERİĞİ VE GELİŞİMİ	88
1.1. Türkiye'de Sermaye Hareketleri Hesabının İçeriği ve Özellikleri.....	88
1.2. Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Hacmi ve Gelişimi.....	89
1.2.1. Toplam Sermaye Hareketleri.....	91
1.2.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları.....	93
1.2.3. Portföy Yatırımları.....	95
1.2.4. Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri.....	98
1.2.5. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	101
2. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ	106
2.1. Milli Gelir Üzerindeki Etkileri.....	107
2.2. Ödemeler Dengesi Üzerindeki Etkileri.....	110
2.3. İstihdam Üzerindeki Etkileri.....	112
2.4. Teknoloji Üzerindeki Etkileri.....	115
2.5. Tasarruf ve Yatırımlar Üzerindeki Etkileri.....	116
3. ULUSLARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİLERİ	118

3.1. Yerli Paranın Değerlenmesi.....	120
3.2. Faiz Oranlarının Yükselmesi.....	122
3.3. İç Talebin Artması.....	123
3.4. Dış Denge Üzerindeki Etkileri.....	125
3.5. Kamu Dengesi Üzerindeki Etkileri.....	126
3.6. Para Piyasası Dengesi Üzerindeki Etkileri.....	127
SONUÇ.....	130
YARARLANILAN YAYINLAR.....	133
ÖZGEÇMİŞ.....	145

ÖZET

Piyasaların küresel anlamda etkinliği ve bütünleşmesi, yirminci yüzyılın en önemli ekonomik gelişmelerinden birisidir. Bunda iletişim teknolojisi alanındaki gelişmelerin etkisi ve finans sektöründeki modernleşmenin payı büyüktür. Ekonominin küreselleşmesi, uluslar arası ticarete ve finansal piyasalarda, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve sıcak para hareketleri aracılığıyla değişimin başrolünü üstlenmiştir.

İktisat Literatüründe, ekonomik istikrar ve uluslararası sermaye hareketleri arasındaki ilişki yoğun bir şekilde tartışılmakta ve birçok ekonomik istikrar teorisi sermaye hareketleri ekseninde oluşturulmaktadır. Özellikle son 20 yılda birçok gelişmekte olan ülke iktisadi kriz olgusu ile karşılaşmıştır. Dünyada yaşanan kriz deneyimleri içerisinde, yabancı sermaye kaynaklı kriz sayısında beliren artış, bu noktada özellikle sıcak para niteliğindeki kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik istikrara olan etkilerinin değerlendirilmesi gereğini doğurmuştur.

Gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan Türkiye, 1980 sonrası ekonomisinde yapısal ve köklü değişimlere giderek liberal politikalar benimsemiştir. Bu bağlamda ithal ikame büyüme modelini terk etmiş, dışa açık büyüme modelini benimsemiştir. İlk etapta yabancı sermaye çekme konusunda başarılı olunamamış, ancak dünya ekonomisindeki gelişmelere paralel yeni düzenlemeler ile yabancı sermaye girişinde ciddi artışlar yaşamıştır. Bu artış beraberinde makroekonomik bozulmalara neden olmuş ve özellikle spekülatif sermaye girişinde yaşanan artışa bağlı olarak krizler yaşanmıştır.

ABSTRACT

Speeding up the pace of development is possible through increasing financial sources, turning personal savings into more profitable investments, and giving major role to capital markets in the financial markets of the developing countries. In the era of globalization, today many capital markets change their laws and regulations, make technical improvements just to make these markets seem more attractive to foreign investors. Globalization of the economy in international trade and financial markets leads the change via foreign direct investments and hot money.

Most economic theory on the long-run economic stability is organized around the concept of capital movements. In last two decades some countries that have suffered macroeconomic crises have had fixed exchange rate systems; some have not. The increase of the crisis sourced by foreign investments of the experienced crises throughout the world, revealed the need of especially short-term capital investments effects on the macroeconomic stability.

Turkey, one of the developing countries, let the foreign investment flow by applying liberal policies after the decree known as 24 January 1980 decisions. At the beginning, Turkey failed to attract the foreign investments but with the new regulations collateral to the developments of the worlds economy there has been a crucial escalation caused macroeconomic imbalances and the crises caused by the increase in speculative investment flow.

KISALTMALAR

a.g.e.	: Adı Geçen Eser
a.g.m.	: Adı Geçen Makale
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
API	: Açık Piyasa İşlemleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IIF	: Uluslar arası Finans Enstitüsü
IMF	: Uluslar arası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
NAFTA	: Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
UNCTAD	: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı

ŞEKİLLER

Şekil 1 Döviz Arzı ve Talebi.....	26
Şekil 2 Sabit ve Esnek Kur Sisteminde Döviz Kuru.....	47
Şekil 3 Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı.....	50
Şekil 4 Likidite Tercihi Kuramı.....	50

TABLÖLAR

Tablo 1 Yükselen Piyasalar ve GOÜ'lere Yönelik Net Sermaye Akımları.....	64
Tablo 2 Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Hareketleri.....	91
Tablo 3 Türkiye'ye uluslararası doğrudan yatırım girişleri (fiili girişler).....	94
Tablo 4 Türkiye'ye Yönelik Net Portföy Yatırımları.....	95
Tablo 5 Türkiye'de Tasarruf Eğilimi.....	117
Tablo 6 Yabancı Sermaye Yatırımlarının Dış Denge Üzerine Etkileri.....	125

GRAFİKLER

Grafik 1 Türkiye'ye uluslar arası doğrudan yatırım girişleri (milyar \$).....	94
Grafik 2 Türkiye'ye Yönelik Uzun Vadeli Sermaye Girişi.....	99
Grafik 3 Uzun ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	101
Grafik 4 Türkiye'ye yönelik Kısa vadeli Sermaye Girişi.....	103
Grafik 5 Diğer Sermaye Akımları.....	105
Grafik 6 Doğrudan Yabancı Sermaye ve Milli Gelir Arasındaki İlişki.....	109
Grafik 7 Portföy Yatırımları ve Milli Gelir Arasındaki İlişki.....	110
Grafik 8 1992-2009 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları-Portföy Yatırımları ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisi.....	112
Grafik 9 2002-2009 Yılları Arası Doğrudan Yabancı Yatırımlar (milyon \$) ile İşsizlik (%)Oranları Arasındaki İlişki.....	114
Grafik 10 2004-2009 Yılları Arası Doğrudan Yabancı Yatırımlar-İthalat.....	121
Grafik 11 2004-2009 Yılları Arası Portföy Yatırımları-İthalat.....	122
Grafik 12 : 2002-2009 Yılları Arası Türkiye'de Faiz Harcamaları, Doğrudan Yabancı Yatırım ve Portföy Yatırımları Arasındaki İlişki.....	126
Grafik 13 2002-2009 Yılları Arası Doğrudan Yabancı Sermaye ve Portföy Yatırımları ile Tüketici Fiyat Endeksi Arasındaki İlişki.....	129

GİRİŞ

Son yıllarda, iktisat literatüründe, uluslararası sermaye hareketlerinin, özellikle gelişmekte olan ülkelerin iktisadi istikrarı üzerini etkisi, yoğun bir şekilde tartışılmaktadır. Özellikle portföy yatırımları, kısa vadeli yapısı nedeniyle istikrarsızlık kaynağı olarak görülmektedir. İletişim ve Ulaştırma alanlarındaki gelişmeler, bir taraftan sermayenin mobilitesini artırırken diğer taraftan sermaye hareketlerinin yıkıcı bir hızla gerçekleşmesine olanak sağlamaktadır. İletişim teknolojilerinin gelişimi, finansal deregülasyon süreci ile birleşince, sermaye hareketlerinin hacmi kadar volatilitesinde de bir artış gerçekleşmiştir. Özellikle 1990'larda ve 2000'li yılların başlarında, gelişmekte olan ülkelere gerçekleşen finansal krizler, sermaye hareketlerinin, ekonomik istikrar üzerindeki etkilerinin daha yoğun tartışılmasına neden olmuştur. Arjantin Meksika, Türkiye, Hindistan ve Doğu Asya ülkelerinde ardı ardına yaşanan krizler uluslararası sermaye hareketlerinin, iktisadi istikrarsızlıklar üzerinde önemli bir etkisi olduğu yönündeki iddiaları daha da kuvvetlendirmiştir. Özellikle GOÜ'lerde yaşanan finansal krizlerin oluşmasında ve/veya derinleşmesinde önemli bir rol oynadığı yönündeki görüşlerin son yıllarda sıkça dile getirilmesi, sermaye hareketlerinin ve makroekonomik etkilerinin incelenmesini hem gerekli hem de çekici kılmaktadır.

Türkiye'de 1980'li yıllarda yaşanan döviz darboğazı ve buna bağlı olarak dış borç ödemelerinde yaşanan sıkıntı, ekonomi politikalarında köklü değişimler içeren 24 Ocak 1980 istikrar kararlarının alınması ile yeni bir boyut kazanmıştır. Bu kararlar ile ithal ikameci büyüme modeli terk edilmiş ve dışa açık büyüme modeli benimsenmiştir. Bu model çerçevesinde yasal düzenlemelere gidilerek yabancı sermaye girişi için uygun zemin hazırlanmıştır. Türkiye'de yapılan bu değişikliklerin, ekonominin içinde barındırdığı yapısal bozukluklar nedeniyle olumlu etkileri sınırlı olmuştur. Daha çok kısa vadeli sermaye girişinin yaşandığı 1990'lı yıllarda ekonomi nominal olarak genişlemiş ve dış gelişmelere daha duyarlı hale gelmiştir. Aynı dönemdeki küresel krizler, Türkiye'yi derinden etkileyerek büyük oranda sermaye çıkışlarına ve bu sermaye çıkışlarına bağlı makro ekonomik istikrarsızlıklara neden olmuştur. Türkiye'de yaşanan bu olumsuz deneyimler sonucunda yabancı sermayenin ülke ekonomisi üzerindeki etkileri sorgulanır hale

gelmiştir. Bu doğrultuda bu çalışmada, sermaye hareketlerinin tanımı, gelişim süreci, çeşitleri ile ekonomik istikrar kavramı incelenmiş ve küreselleşmenin ekonomik ayağını oluşturan yabancı sermaye hareketlerinin, Türkiye ekonomisinin makro ekonomik istikrarına etkileri seçilen makroekonomik göstergelerden yola çıkılarak irdelenmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde uluslararası sermaye hareketleri ve ekonomik istikrar konularına kavramsal yaklaşılarak, tanımı, çeşitleri ve ekonomik istikrar olgusunun temel unsurları ele alınmıştır.

İkinci bölümde uluslar arası sermaye hareketlerinin gelişimi, serbestleşme süreci ile sermaye hareketlerinin makro ekonomik istikrara etkileri gelişmekte olan ülkelerin yaşamış oldukları kriz deneyimleri ile ilişkilendirilerek irdelenmiştir.

Üçüncü ve son bölümde ise bu incelemenin ışığında Türkiye’de yabancı sermaye hareketlerinin içeriği, hacmi ve gelişimi incelenmiştir. Yine bu bölümde uluslar arası sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisine ve makro ekonomik istikrarına etkileri rakamsal verilerle analiz edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE MAKROEKONOMİK İSTİKRAR: KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNE KAVRAMSAL YAKLAŞIM

Günümüzde hem gelişmiş hem de GOÜ'lerde finansal serbestleşme olgusunun gittikçe yaygınlaşmasıyla birlikte, uluslararası sermaye hareketleri de oldukça çeşitlenmiş ve sınırlarının belirlenmesi zorlaşmıştır. Bu çerçevede, bu kısımda ilk olarak aralarındaki çeşitli ayrımlar dikkate alınarak, sermaye hareketlerinin farklı türleri tanımlanmakta ve aralarındaki farklar vurgulanarak kavramsal bir çözümleme yapılmaktadır. Ayrıca, finansal serbestleşme sürecinde sermaye hareketlerinin gelişimini ve ulaştığı boyutları daha iyi kavrayabilmek amacı ile sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimi incelenmektedir.

1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Çeşitleri

Sermaye hareketleri, bir ülkede yerleşik kişi ve kuruluşların yabancı bir ülkede yaptıkları fiziki yatırımlarla, sınır ötesine aktarılan mali fonlardan oluşmaktadır.¹ Ödemeler bilançosu açısından, yurt dışından ülkeye sermaye girişi bir alacak işlemi, ülkeden sermaye çıkışı da bir borç işlemidir. Yabancı sermaye girişi, ülkeye döviz kazandırmakta ya da dış dünya üzerinde bir alacak hakkı doğurmaktadır. Tam tersine sermaye çıkışı ise ülkeden döviz çıkışına ya da yabancılara karşı borçlanılmasına yol açmaktadır. Bu nedenle sermaye girişi sermaye hesabında (+) işaretle, sermaye çıkışı ise (-) işaretle gösterilmektedir.

Ödemeler bilançosunda sermaye hesabını oluşturan sermaye girişi ile sermaye çıkışının toplamına, sermaye hesabı dengesi denilmektedir. Sermaye hesabı dengesinin pozitif olması, sermaye girişinin sermaye çıkışından daha fazla olduğu

¹ Oğuz Kaymakçı, **Küreselleşme Üzerine Notlar**, 1.b., İstanbul : Nobel Yayınevi, 2007, s. 230.

anlamına gelmektedir. Ülkenin dışarıya gönderdiğinden daha fazla yabancı sermayeyi ülkeye çekebildiğini ifade eden bu durum “sermaye hesabı fazlası” veya “net sermaye girişi” olarak nitelendirilmektedir. Tam tersine sermaye hesabı dengesinin negatif olması ise, sermaye çıkışının sermaye girişinden daha fazla olduğu anlamına gelmektedir. Ülkenin bilanço dönemi içerisinde net olarak dış dünya üzerindeki mali veya fiziki yatırımlarının arttığını belirten bu durum, “sermaye hesabı açığı” veya “net sermaye çıkışı” olarak adlandırılmaktadır.²

Günümüzde uluslararası sermaye akımları oldukça çeşitlenmiş ve çok karmaşık bir hal almıştır. Bu nedenle farklı sermaye akımları arasındaki sınırların belirlenmesi de oldukça zorlaşmıştır. Bu karmaşıklığa karşın, sermaye akımları yine de bazı gruplara ayrılabilir. Örneğin sermaye akımları vadelerine göre kısa ve uzun vadeli, işlemi yapanın kişiliğine göre özel ve resmi sermaye akımları olarak gruplandırılmaktadır.

Sermaye akımlarının uzun ve kısa vadeli olarak gruplandırılması, aslında bunların paraya dönüştürülebilme yani likidite özelliklerinden kaynaklanmaktadır. Kısa vadeli mali araçlar (banka mevduatları, hazine bonosu, mevduat sertifikaları, ticari bonolar, vs.) oldukça likit varlıklardır. Buna karşılık günümüzde sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelerin sonucunda bazı uzun vadeli tahviller ve hisse senetleri de istenildiği anda kolayca paraya dönüştürülebilmektedir. Bu nedenle belirli türdeki yatırım araçları için bu vade ayrımının çok büyük bir önemi kalmadığı söylenmektedir.³

Resmi sermaye hareketleri; gelişmiş ülkelerin, az gelişmiş ülkelere yaptıkları bağış ve kredi şeklindeki yardımlardır. Yardımlar bağış şeklinde olursa uluslar arası bir transfer söz konusu iken kredi şeklinde olursa devletlerarası bir borçlanma söz konusudur. Genellikle devletler ya da Dünya Bankası ve IMF gibi uluslar arası kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen bu yardımlardan faydalanan ülkeler, bu

² Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, 14. b., İstanbul: Güzem Yayınları, 2001, ss. 391-393

³ Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, ss. 391-394.

kaynaklarla döviz ve tasarruf açıklarını kapatarak daha yüksek bir kalkınma hızına ulaşmayı amaçlamaktadırlar.⁴

Uluslararası özel sermaye hareketleri, ticari koşullar altında sermayenin bir ülkeden diğer ülkeye hareketini ifade etmektedir. Her an kullanılabilir durumda olan bu fonların, sahiplerinden bir gelir karşılığında fon talep edenlere aktarılması işlemine mali işlem adı verilir. Bir mali işlemi oluşturan taraflardan (fon arz ve talep eden) her ikisi de aynı ülkede yerleşik ise, bu mali işlem ulusal bir niteliktedir. Taraflardan birisinin yabancı bir ülkede yerleşik olması, işleme uluslararası bir özellik kazandırmaktadır. Böylece, bir ülkede yerleşik kişilerin diğer ülkelerde yerleşik olanlara fon sağlamaları veya onların mali fonlarını kullanmaları olayına uluslararası mali işlem denilmektedir. Mali işlemlerin gerçekleştirildiği piyasalar ise para ve sermaye piyasalarıdır.⁵ Tasarruf sahiplerinin uluslararası para piyasalarında ellerinde bulundurdukları fonları mevduat olarak bankalara yatırmaları ve bankaların bu kaynakları kredi olarak vermesi uluslararası para piyasası işlemlerini oluştururken, fon talep eden işletme ve kuruluşların ihraç ettikleri tahvil ve hisse senetlerini uluslararası sermaye piyasalarında tasarruf sahiplerine satmaları ise sermaye piyasası işlemlerini oluşturmaktadır.⁶

Uluslararası özel sermaye hareketlerinin en belirgin özelliklerinden birisi, bunların uluslararası para ve sermaye piyasalarından ticari koşullarla sağlanmalarıdır. Bir dış yardım niteliğinde olmamaları onları resmi sermaye hareketlerinden, yabancı tarafından yapılan doğrudan üretime dönük yatırım şeklinde olmamaları da doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ayırmaktadır.⁷

Uluslararası ödemeler dengesi istatistikleri, IMF tarafından önerilen sınıflandırma paralelinde sermaye hareketlerini; doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere üç sınıfa ayırmaktadır. Diğer yatırımlar

⁴ Muhsin Kar ve Akif Kara, "Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler", **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:29, Temmuz 2003, s.1

⁵ Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, s.479-481.

⁶ Meral Varış Tezcanlı ve diğerleri, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları, Yayın No: 3, 1994, ss.6-7.

⁷ Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, s.479.

kalemi de vadelerine göre uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye hareketleri olarak ayrılabilir.8

Doğrudan yatırımlar, şirketlerin başka ülkelerde gerçekleştirdikleri fiziki yatırımlar ve bunların kazançlarından oluşmaktadır. Portföy yatırımları, sınır ötesi hisse senedi ve diğer menkul kıymet yatırımlarını kapsamaktadır. Diğer sermaye hareketleri ise, banka mevduatları ve sınır ötesi kredi faaliyetlerini içermektedir. Tanımsal olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımları, uzun vadeli sermaye hareketleri sınıfına girmektedir. Portföy yatırımlarından, hisse senedi yatırımları ve devlet tahvilleri de prensip olarak uzun vadeli yatırımlardır. Ancak uygulamada, bu tür yatırımlar da, likit piyasada her an satılarak paraya dönüştürülebileceğinden, her zaman uzun vadeli olmamaktadır.8

1.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı, bir firmayı satın almak veya yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya varolan bir firmanın sermayesini arttırmak yoluyla bir ülkede bulunan firmalar tarafından, diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının denetim yetkisini de beraberinde getiren yatırımdır.9

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yatırım kararlarında ana ülkedeki ekonomik ve siyasi faktörler önemli bir şekilde etkili olmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları genel olarak, üretim faktörlerinin bol ve ucuz olduğu, iç piyasa talebinin yüksek olduğu, altyapı tesislerinin sağlandığı ve yatırım teşviklerinin uygulandığı ve daha çok getiri sağlayan ülkeleri tercih etmektedir. Ekonomik faktörlerin yanı sıra son dönemlerde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ana ülkede siyasi istikrara daha fazla öncelik vermeye başladıkları da göz ardı

⁸ Anti Suvanto vd, "Promoting The Stability of International Capital Movements", Helsinki: **Ministry of Finance Finland Research Report**, No:1/2001, November, 2000, http://www.vm.fi/vm/en/04_publications_and_documents/01_publications/07_financial_mark_et/2001_0131Promot/3505.pdf , (10.01.2010), s.9.

⁹ Rıdvan Karluk, "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı", **Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye**, Edt: Ali Tarhan, Ankara: TCMB İnsan Kaynakları Genel Müd. Eğitim Müd., 2001, s.100.

edilemeyecek bir gerçektir. Ayrıca psikolojik ve ahlaki faktörler de yatırım kararlarında etkileyici unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır.¹⁰

Doğrudan yabancı yatırımlar uzun dönemli olduklarından makroekonomik dengeleri bozma, yetkililerin ekonomi politikalarını yürütmedeki etkinliğini ve denetimini zorlaştırma gibi özellikler taşımamaktadırlar. Tüm bu özellikleri nedeniyle, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, diğer sermaye akımlarına göre ülkeler açısından daha istenilir olduğu yönünde geniş bir görüş birliği bulunmaktadır.¹¹

1.1.2. Portföy Yatırımları

Özel yabancı sermaye hareketlerinden biri olan portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, döviz kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenerek sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır. Örneğin bir ülkenin ihraç ettiği hisse senedi ve tahvillerin yabancı yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasasında ticaretinin yapılması uluslararası portföy yatırımıdır.¹² Portföy yatırımlarının artıp azalmasında yurt içi ve yurt dışındaki faiz oranları ve yatırım yapılan ülkedeki politikalar etkili olmaktadır. Portföy yatırımcıları öncelikle kendi sermayelerinin güvende olması ve sermayenin onlara getireceği kazançlar gibi konularla ilgilenmektedirler.

Yazında her ikisi de uzun vadeli sermaye hareketleri içerisinde değerlendirilen portföy yatırımları ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında bazı önemli farklılıklar bulunmaktadır. En önemli fark, yabancı ülkede yapılan yatırımın yönetimi ve denetimi konusudur. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı durumunda, şirket yönetimi ve denetiminde etkili olmaktadır. Oysa, portföy yatırımlarında

¹⁰ Mehmet Alagöz ve diğerleri, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ekonomik Büyüme : Türkiye Deneyimi 1992-2007”, **Gaziantep Sosyal Bilimler Dergisi**, 7(1), 2008, s.80.

¹¹ Bayram Kont, “Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996)”, **İktisat Politikası (Seçme Konular, Para Politikası, Maliye Politikası ve Uluslararası İktisat Politikası)**, Edt: Vildan Serin, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., 1998, s.693.

¹² Tezcanlı vd., a.g.e., s.8.

yerleşik şirket üzerinde yönetim hakkı veya denetim söz konusu değildir; bu yolla yerleşik şirket uluslararası piyasalardan kaynak sağlamış olmaktadır. İkinci önemli fark, doğrudan yatırımlarda yatırımcının yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirmesi, portföy yatırımlarında ise yabancı yatırımcının sermayeden başka bir katkıda bulunmamasıdır.¹³

Portföy yatırımları belli bir sektöre ya da şirkete bağlı değildir, hem yerel hem de yabancı şirketlere yatırım yapmak olanaklıdır. Portföy yatırımları durağan olmayan ve sık sık değişebilen yatırımlar olmaları nedeniyle iyi düzenlenmiş finansal piyasalara gereksinim duyarlar. Bu türdeki yatırımlar tümüyle finansal yatırımlar oldukları için finansal faktörlerdeki değişmelere oldukça duyarlıdırlar. Örneğin ev sahibi ülke ekonomisindeki bir devalüasyon beklentisi, yatırımcıların portföylerini boşaltarak ülkeden çıkmalarına neden olabilmektedir. Portföy yatırımcılarının temel amacı, çeşitlendirme yoluyla getiri ve risk dengelerini optimal düzeye taşımaktır. Yani belirli bir risk düzeyinde maksimum getiri hedeflenmektedir.

Bir ülkeye yönelik yabancı portföy yatırımlarının artması, yerel sermaye piyasalarının likiditesini yükselterek piyasaların etkinliğini arttırmaktadır. Piyasaların likiditesinin artması ise beraberinde piyasa derinliğini getirerek yatırımların çeşitlenmesini sağlamaktadır. Tüm bunlara ek olarak yurtiçi piyasalara yabancı portföy yatırımcıları tarafından sunulan yeni portföy yönetim teknikleri ve daha karmaşık ürünlerle risk yönetimi ile tanışılması sağlanmaktadır.¹⁴ Portföy yatırımları, gerek ulusal kalkınmaya gerekse yurtiçi sermaye piyasalarının gelişimine önemli katkılarda bulunmakla birlikte, ülkelerin ekonomik dengeleri açısından bazı riskler de yaratabilmektedir. Bu riskler, ulusal paranın aşırı değerlenmesiyle cari işlemler dengesinin bozulması ve özellikle son yıllarda yaşanan şekliyle menkul kıymet borsalarının aşırı değerlenmesi şeklinde olabilmektedir. Uluslararası portföy yatırımlarının kısa vadeli fonlar şeklinde olması halinde bu riskler, özellikle menkul kıymetler piyasası ve döviz piyasası açısından çok daha fazla gündeme gelmekte ve

¹³ TCMB, “Ödemeler Dengesi Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması”, www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf, (07.02.2010), s.8.

¹⁴ Müge İşeri ve Zeynep Aktaş, “İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler, 1997-2005 Dönemi”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı:151, Temmuz 2005, ss.372-374.

ilgili ülkelerin finansal piyasalarının yeterli derinlik düzeyinde olmaması durumunda riskler, krizlere dönüşebilmektedir.¹⁵

Portföy yatırımları üç alt başlık halinde incelenebilir. Birincisi, yerleşiklerin uluslararası sermaye piyasalarına tahvil ihraç ederek döviz elde etmeleridir. Bu tür yatırımlar kredibilitesi yüksek ve ödeme gücü yerinde olan kamu sektörü ve bazı büyük firmalar tarafından yapılmaktadır. Bunların vadeleri genellikle uzun ve en önemlisi de denetimi yerleşiklerde olduğundan akışkanlık, dışarıya kaçış, oynaklık ve kısa vadecilik gibi özellikler göstermezler. Genellikle kamu açıklarını ve özel sektör finansman gereksinimlerini gidermek için kullanıldıklarından spekülasyon nitelikli değildirler. Ancak yine de özel sektör firmalarının bu tür döviz gelirlerinin bir kısmını yurt içinde faiz-kur arbitrajından yararlanmak için spekülasyon alanlara kaydırabileceklerini de göz önünde bulundurmak gerekmektedir.

Portföy yatırımlarından ikincisi, yurt dışındaki yerleşiklerin yatırım yapılan ülkenin sermaye piyasalarında menkul kıymet alıp satmalarıdır. Bu tür sermaye girişi, oldukça oynak, kolay kaçabilir ve ters çevrilebilir bir özellik göstermektedir. Büyük çoğunluğu yabancı ülkelerin kurumsal yatırımcıları tarafından gerçekleştirilen bu tür yatırımların genellikle spekülasyon amaçlı olduğu ve yüksek getiri peşinde koştuğu söylenebilir. Oldukça likit bir yatırım türü olması nedeniyle, istenildiği zaman kolaylıkla dövizde çevrilerek yurt dışına çıkarılabilmektedir. Bu tür yatırımların verimli alanlara kayıp kaymadığını anlamak için sermaye piyasalarında hangi tür araçlara yöneldiğine bakmak gerekmektedir. Tahvil ve bonoya giden yatırımların, genellikle kamu açıklarını finanse etmekte kullanılmaları nedeniyle, çok etkin değerlendirildikleri söylenemez. Hisse senedine gidenlerin ise, firmaların finansman gereksinimlerini karşılayacağından daha verimli olduğu söylenebilir. Bu tür yatırımların sermaye piyasalarını etkileyebilme gücünü anlamak için borsadaki günlük işlem hacimleriyle karşılaştırmak gerekmektedir. Eğer bu tür yatırımların hacmi borsa işlem hacimlerine göre büyük oranlara ulaşmış ise bu durumda hem girişleri hem de çıkışlarıyla sermaye piyasaları üzerinde önemli etkiler meydana getirebilir ve hisse senetleri fiyatlarında spekülasyon yükselmelere neden olarak ekonomideki diğer makro dengeleri de olumsuz yönde etkileyebilirler.

¹⁵ Ali Alp, **Finansın Uluslararasılaşması**, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları, 2000, ss.179-180.

Portföy yatırımları içerisinde yer alan üçüncü tür yatırım ise, yerleşiklerin yurtdışı piyasalarda menkul kıymet alım satımını ifade etmektedir. Portföy yatırımlarının varlıklar bölümünde gösterilen bu tür yatırımlar genellikle portföy çeşitlendirmesi amacıyla yapıldığından, etkileri görece daha hafif olmaktadır. Sonuç olarak portföy yatırımlarının spekülatif, oynak, akışkan ve ters çevrilebilir sıcak para özelliği gösterip göstermediğini anlamak için bileşimine bakmak gerekmektedir. Makro değişkenleri ve ekonomiyi ne yönde etkileyeceği ise bileşimi kadar hacmine de bağlıdır. Portföy yatırımlarını değerlendirirken bu iki özelliğin mutlaka dikkate alınması gerekmektedir.¹⁶

1.1.3. Diğer Yatırımlar

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları dışında kalan diğer tüm sermaye hareketleri bu bölümde yer almaktadır. Diğer yatırımlar da vadelerine göre uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye hareketleri olarak sınıflandırılabilir.

1.1.3.1. Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları içinde yer almayan, vadesi bir yıldan daha fazla olan yurtiçi borçlanmaları, borç geri ödemelerini ve borç vermeleri içermektedir. Tanım gereği bu kalemdeki borç şekli, sermaye piyasası araçlarıyla olan borçlanmalar değildir. Kamu ve özel sektöre ilişkin krediler, banka mevduatları ve diğer alacak ve borçlar bu kapsamda değerlendirilmektedir.¹⁷

Bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin uluslararası finans kuruluşlarından ve yabancı hükümetlerden aldıkları uzun vadeli krediler genelde proje finansmanında kullanılmak, makro dengeleri düzeltmek amacıyla verildiğinden ekonomi için faydalı olması beklenmektedir. Ayrıca, bu tür sermaye hareketleri, uzun vadeli olmalarından dolayı yetkililerin politika yürütmedeki etkinliklerini bozmazlar ve istikrarlı bir yapı içerirler. Sonuçta uzun vadeli olmaları, proje

¹⁶ Kont, a.g.e., ss. 693-694.

¹⁷ Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası, Teori ve Türkiye Uygulaması**, 3. Baskı, İstanbul: Om Yayınevi, 2002, s.224

finansmanı ve ekonomik dengeleri düzeltme amacıyla kullanılmaları yanında, genelde reel sektöre akmaları nedeniyle, bu tür akımların faydalı olduğu ve makro dengeleri bozucu bir özellik göstermedikleri söylenebilmektedir. Ancak bu tür yatırımlar uygun alanlarda kullanılmazsa maliyetleri yüksek olabilmektedir. Ayrıca, aşırı borçlanma da makroekonomik dengeleri olumsuz yönde etkileyebilmektedir.¹⁸

1.1.3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa vadeli sermaye hareketleri, vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki uluslararası sermaye akımlarıdır. Uygulamada kısa vadeli sermaye akımlarının süresi genellikle 30, 60 veya 90 gündür. Yerleşiklerin yabancılara ya da yabancılara yerleşiklere olan kısa vadeli borçlanmalarındaki değişimleri (banka mevduatları dahil) yansıtan bu gruptaki sermaye akımları, örneğin ihracat kredileri gibi dış ticaretin finansmanına yönelik olabileceği gibi, uluslararası faiz ve döviz kuru farklılıklarından yararlanmak amacıyla da ortaya çıkabilir.¹⁹

Sıcak ya da spekülasyon para da denilen kısa vadeli sermaye hareketleri; özellikle bir ülkeye fazla miktarda girmeye başladığı zaman, olası bir belirsizlik durumunda bu paraların çok kısa bir süre içinde ülke dışına çıkma olasılıkları ve bu durumun da ekonomide önemli sorunlara yol açması nedeniyle, yetkililer tarafından titizlikle izlenmesi gereken göstergelerden birisidir.²⁰ Nitekim, 1990 sonrası dönemde krize yakalanan birçok ülkede krizin tek olmasa bile en önemli nedenlerinden birisi olarak kısa vadeli sermaye hareketleri gösterilmektedir.

“Sıcak para” kavramının iktisat yazınında genel kabul gören kesin bir tanımı olmamasına karşın, “spekülasyon”, “kısa dönemci” ve “aşırı dalgalanma ve akışkanlık” gibi ögeler içerdiği; ve yol açtığı iktisadi istikrarsızlıkların da özü itibarıyla bu ögelerden kaynaklandığı bilinmektedir.²¹

¹⁸ Kont, a.g.e., ss.694-695.

¹⁹ Nevzat Güran, **Makro Ekonomik Analiz**, 2. Baskı, İzmir: Anadolu Mat., 1999, s.291-292

²⁰ Mehmet Alagöz vd., a.g.m., s83.

²¹ Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2001, s.22.

Bu tür akımlar kısa vadeli olduğundan, uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıda bulunmaları olanaklı değildir. Üstelik bu tür sermaye girişlerinin en büyük tehlikesi geçici fakat istikrarsız ve tutarsız bir kaynak bolluğu sağladıklarından, ödemeler dengesi ve kamu açıkları gibi sorunları geçici olarak gidermeleridir. Ayrıca sağladıkları geçici rahatlama nedeniyle, bu açıkların temelinde yatan ve yapısal önlemlerle kapatılması gereken öğelere, ekonomiyi yönetenlerin eğilmesini geciktirebilirler.²²

Gerek vadelerinin kısa olması, gerekse her an nakde dönüştürülebilmeleri kısa vadeli sermaye hareketlerinin her an ülkeyi terk edebilecekleri anlamına gelmektedir. Özellikle, yatırım yapılan ülkede herhangi bir siyasi ya da ekonomik olumsuzluğun ortaya çıkması durumunda, ilgili ülke kısa vadeli fonların kaçışıyla karşı karşıya kalabilmektedir. Böyle bir durumda, döviz kurlarını koruyabilmek, söz konusu ülkenin merkez bankasının yeterli yabancı para stokunun varlığına bağlı olmaktadır. Yeterli döviz rezervinin olmaması durumunda, döviz talebindeki artış nedeniyle ilgili ülkenin parası değer kaybedecek ve olayın büyüklüğüne bağlı olarak bu sorun, finansal piyasaların diğer kesimlerine ve reel ekonomiye de yansıyan olumsuz sonuçları beraberinde getirecektir.

Kısa vadeli sermayenin, ülkenin içinde bulunduğu olumsuz koşullar nedeniyle ülkeyi terk etmesi ve bu çerçevede yabancı yatırımcıların dövizde yönelmeleri, yerli yatırımcılar tarafından da izlenebilmektedir. Kısa vadeli fonların dövizde çevrildiğini fark eden yerli yatırımcılar, dövizde olan aşırı talep nedeniyle, kurların hızla yükseleceğini ve ülke parasının değer kaybedeceğini bilmektedirler. Bu nedenle, yerli yatırımcılar da, ellerinde bulunan ulusal para cinsinden fonların değer yitirmemesi ve dövizde meydana gelen hızlı yükselmeden kazanç sağlamak için, ülke parasından kaçarak dövizde yönelebilmektedirler. Böylece, dövizde yönelme sadece sıcak para için değil, yerli yatırımcılar için de söz konusu olabilmektedir. Dövizde olan talebin çok fazla artması durumunda, ilgili ülkenin merkez bankasının kurlara müdahale etme çabaları çoğu zaman yeterli olamamakta ve bu durum krizle sonuçlanabilmektedir. Nitekim 1994’de Türkiye ve Meksika ile 1997’de Güneydoğu

²² Kont, a.g.e., s.695.

Asya ülkelerinin parasal yetki kurumlarının çabaları bu çerçevede sonuç getirmemiştir.

Sermaye hareketleri tanımlanırken, uzun vadeli yatırımlar ile kısa vadeli yatırımlar ve portföy yatırımlarının sınırlarının iyi belirlenmesi gerekmektedir. Bazı durumlarda portföy yatırımları, kısa vadeli sıcak para hareketleri şeklinde de olabildiğinden, portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlarının belirlenmesi zorlaşmakta ve aralarında bir kavram karışıklığı söz konusu olabilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, esas itibarıyla, finansman bonusu gibi kısa vadeli borçlanma araçları, banka mevduatları, kısa vadeli banka kredileri ve kısa vadeli diğer alacak ve borçlardan oluşmaktadır. Portföy yatırımları ise, gerek uzun gerekse kısa vadeli menkul kıymetlerin yanı sıra, kamu menkul kıymetleri, özel sektör tahvilleri ve hisse senetlerinden oluşmaktadır. Portföy yatırımları, kısa vadeli yatırımlara göre daha uzun vadeleri belirtmekle birlikte, içerdikleri araçların likiditesi yüksek menkul kıymetlerden oluşması nedeniyle, kısa vadeli sermaye akımları gibi, yatırım yapılan ülkeyi her an terk edebilmekte ve dolayısıyla ekonomik dengeler üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir.²³ Bu bağlamda, kısa vadeli sermaye hareketleri gibi portföy yatırımlarının da yüksek akışkanlığı nedeniyle, çoğu zaman sıcak para niteliği taşıdığı belirtilmektedir.

1.2. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GOÜ'LERE YÖNELMESİNİN NEDENLERİ

Finansal serbestleşme sürecinin yaşanmaya başladığı 1980'li yıllardan günümüze kadar geçen sürede, uluslararası sermaye hareketlerinin yapısında ve hacminde meydana gelen önemli değişiklikler, söz konusu sermaye hareketlerinin temelindeki belirleyici faktörlerin neler olduğu ve ekonomiyi nasıl etkilediği sorularının yoğun bir şekilde tartışılmasına neden olmaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinin arkasında yatan sebeplerin bilinmesi, hem sermaye akımlarının olumsuz etkilerine karşı geliştirilecek politikaların belirlenmesi hem de bu akımların devamlılığını ve makroekonomik etkilerini tahmin etmek açısından önem

²³ Alp, a.g.e., ss. 186-187, 197.

taşımaktadır. GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin nedenleri genellikle içsel ve dışsal faktörler olarak iki başlık altında incelenmektedir.

1.2.1. İçsel Faktörler

İçsel faktörler sermaye girişlerinin olduğu ülke koşullarınca belirlenen faktörlerdir. Bu çerçevede, GOÜ'lerin kendi ekonomilerinde gerçekleştirdikleri yapısal reformlar ve değişimler içsel faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır. GOÜ'lere yapılan yatırımların yüksek getiriler sunması, bu ülkelerde gerçekleştirilen ekonomik reformlar, büyüme oranlarının artması, enflasyon oranlarının düşmesi gibi makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeler uluslararası sermayeyi çeken önemli faktörlerdir. Ancak tüm bu faktörlerin yanı sıra, GOÜ'lerin finansal serbestleşme doğrultusunda, sermaye hareketleri üzerindeki denetimleri kaldırmaları, uluslar arası sermayenin bu ülkelere girişini belirleyen en önemli ve gerekli faktörlerden birisidir.²⁴

1970'li yıllardaki dünya ekonomik krizinin ardından, küreselleşme baskılarının da artmasıyla birlikte, GOÜ'ler kapsamlı bir yapısal uyum sürecinden geçmek zorunda kalmışlardır. Yapısal uyum programları, bu ülkeleri piyasa ağırlığı artmış bir yeniden yapılanmaya, ekonomilerini dışa açmaya ve makroekonomik dengelerini "açık ekonomi" koşullarına göre yeniden oluşturmaya zorlamıştır. Yapısal uyum programlarına uyum ve kurumsal düzenlemelerle geçen 1980'lerden sonra, GOÜ'ler önceki dönemlere göre yeni özellikler kazanmıştır. Uluslar arası sermaye hareketleri açısından ülkelerin kazandıkları bu yeni özellikler, önemli sonuçları da beraberinde getirmiştir. Bu ülke ekonomilerinde piyasanın ağırlığının artması, dünya ekonomileri ile bütünleşme sürecini hızlandırmıştır. Ekonomilerin dışa açılması mal ve hizmet düzeyinde ticaret hacmini büyütürken, ülkelerin kaynak gereksinimini de arttırmıştır. Bir yandan finansal piyasaların kurulup geliştirilmesi, diğer yandan kambiyo kısıtlamalarının kaldırılarak sermaye rejiminin bütünüyle serbestleştirilmesi, bu ülkelere akan sermayeyi nitelik ve nicelik yönünden etkilemiştir. Yeni gelişen piyasalar, sermaye girişi için çekici olanaklar sunarken, kambiyo rejimlerinin

²⁴ Şeyda İnandım, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği", Ankara: TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 2005, ss. 16-17.

serbestleştirilmesi sermaye giriş çıkışını kolaylaştırmış ve böylece daha hızlı ve hacimli sermaye akışı için uygun ortam yaratılmıştır.²⁵

Yurtiçi reel faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişki (arbitraj), portföy yatırımları ve özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerini uyaran ve GOÜ'lere yönelmesini sağlayan içsel faktörlerin başında gelmektedir. Yüksek reel faiz ve düşük döviz kuruna dayalı spekülasyon arbitraj olanakları yaratan ülkeler, finansal sermaye için çekici bir hedeftir. Buradaki arbitraj geliri, GOÜ'lerin finans piyasalarına giriş yapan 1 birim yabancı paranın, dönem başındaki kurdan ulusal paraya çevrilmesi ve ulusal para bazında faiz geliri elde ettikten sonra tekrar döviz cinsinden yurt dışına çıkması sonucunda elde edilen net geliri göstermektedir. Ulusal para cinsinden faiz oranı R, döviz kurundaki (ulusal para/yabancı para) artış oranı da E ile gösterilirse, finansal arbitraj oranı, $[(1+R)/(1+E)] - 1$ olarak tanımlanmaktadır. Bu işlem boyunca arbitraj geliri, faiz oranı yükseldikçe artmakta, ulusal paranın yabancı para karşısında değer kaybetmesi durumunda ise azalmaktadır. Arbitraj gelirindeki gerileme, diğer bir deyişle, yüksek faiz-düşük kur dengesindeki bozulma, oynak yapıdaki spekülasyon sermayenin ülkeyi terk etmesine neden olmaktadır.²⁶ Özellikle, GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin önemli bir bölümü faiz ve kur farkından kaynaklanan bu arbitraj geliri peşindedir. Ancak son yıllarda yaşanan deneyimler bunun sürdürülebilir bir süreç olmadığını ve GOÜ ekonomilerinde önemli hasarlara neden olduğunu göstermektedir.

Sermaye girişi, uygun koşullar ve çekici getiri olanaklarının yanında risk faktöründen de etkilenmektedir. Uluslararası yatırım kararları sürekli bir risk unsurunu beraberinde taşırlar. Finansal yatırımlar söz konusu olduğunda bu risk faktörü daha karmaşık bir hal almaktadır. Modern yatırım analizinde, risk kavramı; finansal yatırımın beklenen getirisindeki olumsuz sapmaları belirtmek amacıyla kullanılmaktadır. Yatırımın beklenen gelirindeki değişkenlik ne derece yüksek olursa, yatırım o ölçüde riskli kabul edilmektedir. Bu çerçevede, uluslar arası yatırımlardaki risk unsuru, özellikle finansal aktifler üzerindeki getiri oranlarını etkileyerek, bir ülkeye yönelik sermaye hareketlerini belirleyen en önemli

²⁵ Taner Berksoy ve Burak Saltoğlu, "Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri", İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1998-58, 1998, s.25-26.

²⁶ İnandım, a.g.e., ss.17-18.

faktörlerden birisi olmaktadır.²⁷ GOÜ'lerin finansal serbestleşme sürecine girmesiyle birlikte, özellikle 1990'lı yıllarda sermaye akışı resmi kanallardan özel kanallara kaymış ve bu süreçte çok sayıda yeni araç finans piyasalarına katılmıştır. Bu gelişme borçlu riski kavramının yanında ülke riski, güvenilirlik gibi yeni ölçütleri ve kredi notu gibi yeni göstergeleri devreye sokmuştur. Ülke bazında bakıldığında risk, güvenilirlik ve kredi notu gibi ölçütlerin ulusal ekonominin temel dengeleriyle bağlantılı olduğu görülür. 1980'li yıllarda başlayan yapısal uyum süreci GOÜ'lerin çoğunda iç ve dış dengesizliklerin onarılmasına ve ekonomik istikrarın sağlanmasına yol açmıştır. Bu dengeleme, birçok GOÜ'nin ülke riskini azaltırken, kredi notlarının ve güvenilirliğin yükselmesine neden olmuş ve sermaye girişlerinin hızlanıp, hacim kazanmasında etkili olmuştur.²⁸

Uluslararası sermaye hareketlerinin GOÜ'lere yönelmesine ivme kazandıran faktörlerden birisi de, iletişim teknolojisinde meydana gelen gelişmeler ve GOÜ piyasalarıyla ilgili veri tabanlarının oluşturulmasıdır. Özellikle yüksek tutarlı fonları yöneten kurumsal yatırımcılar, yatırımlarını yönlendirirken bu tür veri tabanlarından yararlanmaktadır. Bununla birlikte, iletişim ve bilgisayar teknolojilerindeki gelişmeler de, GOÜ'lerin finansal piyasalarında işlem yapmayı kolaylaştırarak işlem hacimlerinin artmasında etkili olmuştur.²⁹

Bu sürece katkıda bulunan bir diğer önemli faktör de, GOÜ'lerdeki kapsamlı özelleştirme uygulamalarıdır. Özellikle 1980'li yıllarda GOÜ'lerdeki kamu işletmelerinin, gerek menkul kıymetler borsası kanalıyla gerekse blok satışlar yoluyla özelleştirme uygulamaları hız kazanmış ve böylece yabancı yatırımcılara kamu işletmelerini çekici fiyatlarla satın alma fırsatı yaratılmıştır. Özelleştirme uygulamaları, bir yandan menkul kıymet stokunun artışını sağlayarak finansal piyasaların gelişimine katkıda bulunurken, bir yandan da ekonominin kamu müdahalelerinden arınıp rekabetçi bir piyasa yapısının oluşmasına yol açmış; bu ortam ise yabancı yatırımcıların bu piyasalara yaklaşımına olumlu katkı sağlamıştır.

²⁷ Güven Delice, "Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler", **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt:55, No:1, Ocak-Mart 2000, s.60.

²⁸ Berksoy ve Saltoğlu, a.g.e., s.26.

²⁹ H. Çetin Bedestenci ve M. Akif Kara, "Sermaye Hareketleri ve Kalkınma", **Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular**, Edt: Sami Taban ve Muhsin Kar, Bursa: Ekin Kitabevi, 2004, s.269.

Örneğin, 1990 ile 1993 yılları arasında Arjantin'e yönelik sermaye girişlerinin dörtte biri özelleştirme amaçlı olmuştur.³⁰

1.2.2. Dışsal Faktörler

Sermaye hareketlerinin gelişmekte olan piyasalara yönelmesinde o piyasaların içsel faktörlerinin yanında, o piyasalar dışında meydana gelen dışsal faktörler de etkili olmaktadır. Dışsal faktörler, yatırım yapılacak ülkenin koşullarında herhangi bir değişiklik yokken, diğer ülkelerin koşullarında ortaya çıkan değişiklikleri kapsamaktadır. Bu durumda, koşullarında değişme olmayan ülke daha avantajlı hale gelebilmektedir.³¹ Sermaye hareketlerine sermayenin çıktığı ülkeler açısından yaklaşan dışsal faktörler, daha çok gelişmiş piyasa ekonomilerinde meydana gelen gelişmeleri ve uluslararası konjonktürdeki değişmeyi ifade etmektedir.

Uluslararası sistemde yer alan ülkelerin bazılarında, faiz ve getiri oranları bakımından herhangi bir değişme olmazken, diğer bazı ülke piyasalarında faiz ve getiri oranlarında bir azalma olması durumunda, fonlar getiri ve piyasa koşullarında değişme olmayan ülkelere yönelmekte ve bu ülkeler uluslararası sermaye hareketlerinden daha fazla pay alabilmektedir.³²

1990'lı yılların başında gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik faaliyetlerdeki durgunluk ve bunun sonucunda faiz oranlarındaki düşüş, GOÜ'leri portföy ve kısa vadeli yatırımlar için çekici hale getirmiştir. Özellikle ABD faiz oranlarında görülen bu düşme eğilimi, 1992 yılında faiz oranlarının 1960'lardan bu yana en düşük düzeye inmesine yol açmıştır. Faiz oranlarındaki düşüş, gelişmiş diğer ekonomilerde de görülmüş ve Almanya ile Japonya'da da reel faiz oranları 1990'dan sonra büyük bir düşüş göstermiştir. Aynı dönemde Latin Amerika ve Güney Doğu Asya'nın gelişmekte olan ekonomileri, görece daha yüksek faizli yatırım seçenekleri sunmaları

³⁰ Oğuz Esen, "Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Portföy Yatırımları", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:9, Sayı:30, 1998, s.61

³¹ Bedestenci ve Kara, a.g.e., s.270.

³² Alp, a.g.e., s.194.

nedeniyle büyük miktarda yabancı sermaye sağlamışlardır.³³ 1990'ların başında ABD, Japonya ve Avrupa'da gözlenen bu durgunluk eğilimi, bu ülkelerin iç piyasalarında karlılığın azalması dolayısıyla kazanç olanaklarını olumsuz yönde etkilerken, gelişmekte olan ekonomilerdeki kazanç olanaklarını arttırmıştır. Bu dönemde GOÜ'lerin çok daha yüksek oranlı getiriler sunması, bu ekonomilere yoğun sermaye girişini özendirmiştir.³⁴

Sermayenin uluslararası hareketini açıklayan bir diğer faktör de gelişmiş ülke yatırımcılarının portföy çeşitlendirme isteğidir. Gelişmiş ülkelerdeki bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından bakıldığında, uluslararası yatırımların yüksek getiri sağlamak ve/veya riski dağıtmak amacıyla yapıldığı görülmektedir. Diğer bir deyişle yatırımcılar uluslararası düzensizliklerden yararlanmak ve uluslar arası çeşitlendirmeden kazanç sağlama amaçlarıyla hareket etmektedirler. Yatırımcı bir yandan yatırımın beklenen gelir oranı ile risk düzeyini karşılaştırırken, bir yandan da tüm fonları bir kaynağa yatırmanın getireceği riskten korunmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirmektedir. Portföy çeşitlendirme amaçlı sermaye hareketleri, dönemsel sermaye hareketlerinden farklı olarak daha uzun bir zamana yayılmakta ve GOÜ'ler açısından daha sürdürülebilir bir özellik taşımaktadır.³⁵ Ayrıca son yıllarda kurumsal yatırımcıların sayısında ve bunların yönettikleri portföy hacminde meydana gelen önemli artışlar da sermayenin GOÜ'lere yönelmesinde etkili olmuştur. Gelişen piyasalardaki finansal serbestleşme uygulamaları, getiri oranlarındaki artış ve portföy çeşitlendirme isteği, sayısı artan yatırımcıları bu piyasalara yönlendirmiştir.³⁶

Finansal serbestleşme sürecinde sermayenin dünya ölçeğinde hareketliliğe kavuşması, dünya ekonomisindeki finansal piyasaların belirli merkezlerin dışında yayılıp, çok merkezli duruma gelmesi sonucunu doğurmuştur. GOÜ'lerin ulusal bazda gerçekleştirdikleri dönüşümün merkez dışında bir çekim alanı oluşturması, finansal piyasaların dünya coğrafyasında yayılmasını hızlandırmıştır. Diğer yandan, merkez dışına yayılan uluslararası sermayenin yarattığı “pozitif dışsallık” etkisi de, sermayenin bir ülkeye girdikten sonra yakın ülkelere yayılmasına da neden

³³ Ahmet Ulusoy ve Birol Karakurt, “Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:9, Sayı:223, Ekim 2004, s.108.

³⁴ Berksoy ve Saltoğlu a.g.e., s.27.

³⁵ Delice, a.g.e., ss.63-64

³⁶ Bedestenci ve Kara, a.g.e., s.271.

olmaktadır. Bölgesel etkileşim sonucu, reform yapan ülkeler, diğer ülkeler için bir örnek oluşturmaktadır. Latin Amerika ve Güney Doğu Asya'da bu tür etki belirgin olarak gözlenebilmektedir.³⁷

Sermaye hareketlerine neden olan içsel ve dışsal faktörlerin göreceli önemi, GOÜ'lerin uygulayacakları politikalar açısından önem taşımaktadır. Genel olarak içsel faktörlerden kaynaklanan sermaye hareketleri, dışsal faktörlerden kaynaklanan sermaye hareketlerinden daha durağan ve öngörülebilir bir yapıya sahiptir. Eğer sermaye hareketleri ağırlıklı olarak içsel faktörlerden kaynaklanıyorsa, bu durumda, GOÜ'ler sağlam ve sağlıklı makroekonomik ve finansal politikalar uygulayarak sermaye akımlarının olumsuz etkilerini en aza indirebileceklerdir. Ancak, sermaye hareketleri ağırlıklı olarak dışsal faktörlerden kaynaklanıyorsa, GOÜ'ler ihtiyatlı politikalar uygulamaları durumunda bile beklenmeyen dışsal şoklara karşı korunmasız kalabileceklerdir. Bu nedenle GOÜ'lerin, dışsal faktörler nedeniyle ülkeye giren sermayenin belli bir dönem sonunda ülkeyi terk edebileceği olasılığını da dikkate alarak, ihtiyatlı politikalarına ek olarak bazı önlemler almaları gerekmektedir.³⁸

Araştırmalar sermaye hareketlerinin hem içsel hem de dışsal faktörlerden kaynaklandığını, ancak bu faktörlerin göreceli öneminin dönemler itibariyle değişiklik gösterdiğini ortaya koymaktadır. Konuya ilişkin uygulamalı çalışmalarda, sermaye hareketlerinin GOÜ'lere yönelmesinin nedenleri ile ilgili olarak farklı görüşler üzerinde durulmaktadır. Bazı iktisatçılar (Calvo vd,1993; Fernandez-Arias,1996; Kim,2000) sermaye hareketlerinin GOÜ'lere yönelmesinde daha çok dışsal faktörlerin, özellikle de uluslararası faiz oranlarının azalması ve sanayileşmiş ülkelerde gözlenen durgunluk eğiliminin belirleyici olduğunu savunurken, bazıları da (Mody,Taylor ve Kim,2000; Dasgupta ve Rotha,2000) sermaye akımlarının yöneldiği ülkelerle ilgili içsel faktörlerin çok daha etkili olduğunu savunmaktadır.³⁹

³⁷ Berksoy ve Saltoğlu, a.g.e., s.28.

³⁸ Ramon Moreno, "What Explains Capital Flows?", **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter**, Vol:22, July 2000, <http://www.frbsf.org/econrsch/wklyltr/2000/e12000-22.html>, (05.03.2010), s.2.

³⁹ Ali Çulha, "A Structural VAR Analysis of The Determinants of Capital Flows Into Turkey", **TCMB Research and Monetary Policy Department Working Paper**,No:06/05, October 2006, s.4.

Calvo vd.(1993) çalışmalarında, 1990'lı yıllarda, Latin Amerika'ya yönelen sermaye hareketlerinin birincil olarak dışsal faktörlerden kaynaklandığını ve ABD faiz oranlarındaki düşüş ile bağlantılı olduğunu belirtmektedir. Fernandez-Arias (1996) da, 1989-1993 döneminde GOÜ'lere yönelen portföy yatırımlarının %90'ının nedeninin uluslararası faiz oranları olduğunu belirtmektedir. Ancak 1993-1995 döneminde dışsal faktörlere kıyasla, içsel faktörlerin sermaye hareketlerinin oluşumundaki belirleyicilik rolü açık bir şekilde artmıştır. Bu dönemde ABD faiz oranlarında meydana gelen artış, sermaye akımlarının GOÜ'lere yönelmesini durduramamıştır.⁴⁰ Yapılan çalışmalar yazında, sermaye hareketlerinin nedenleri konusunda bir görüş birliği bulunmadığını göstermektedir. Çeşitli çalışmalarda, bazı dönemlerde her iki faktörün de etkili olduğu, ancak bu faktörlerden daha baskın olanının sermaye hareketlerini belirlediği belirtilmektedir.

2. MAKROEKONOMİK İSTİKRAR VE TEMEL UNSURLARI

İstikrar (stability) kavramının kelime anlamı aynı karar ve biçimde devam etme, kararlılık demektir. Ekonomik istikrar, genel ekonomik faaliyetlerde daralma ve aşırı genişleme gibi bir dalgalanmanın görülmemesi durumunu ifade eder.⁴¹ Ekonomik istikrarsızlık ise, bir ekonomide toplam arzla talep, yatırımla tasarruf, ihracatla ithalat, vergiyle kamu harcaması gibi makro büyüklüklerin dengede olmadığı bir durumu yansıtmaktadır.⁴²

İstikrarda iki şey önemlidir. İlki fiyat istikrarı, diğeri ise tam istihdam düzeyidir. Tam istihdam düzeyi dinamik bir özellik göstermektedir. Bu nedenle sürekli hareket halindeki bir ekonomide istikrardan daha çok fiyat istikrarı anlaşılmaktadır.⁴³ İstikrar dış ve iç istikrar şeklinde de ayrıma tabi tutulabilmektedir. İç ekonomik istikrardan fiyatlar değişmeden, üretim ve istihdamın düzenli bir

⁴⁰ Moreno, a.g.e., s.2.

⁴¹ Mevlüt Karabıçak, "Türkiye'de Ekonomik İstikrarsızlığın Tarihsel Gelişim Süreci", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi**, Cilt:5, Sayı:2, 2000, s.50.

⁴² Kemal A. Çelebi, **Türkiye'de Ekonomik İstikrarsızlığın Dışsal Yapısal Nedenleri ve İstikrar Politikaları**, Manisa :Emek Matbaacılık, 1998, s.3.

⁴³ İsmail Türk, **Maliye Politikası, Amaçlar, Araçlar ve Çağdaş Bütçe Teorileri**, 4.b., Ankara: Sevinç Matbaası, 1979, s. 68.

biçimde artması ve gelişmesi anlaşılmaktadır. Dış ekonomik istikrar ise dış ödemeler dengesinin korunabilmesidir.

Bu tanım ve yaklaşımlardan yola çıkarak istikrarı, "ekonomideki gelişmelerin beklenen ve istenen seviyede devam etmesidir" şeklinde de tanımlayabiliriz. Tarihsel süreç incelendiğinde ekonomik olayların hep aynı düzeyde seyretmediği, her ekonomik gelişme ve refah döneminin, bir ekonomik gerileme ve çöküntüyle birlikte geldiği görülmektedir. Ekonomik faaliyetlerde ortaya çıkan bu tür değişimler ekonomik istikrarsızlığın en açık belirtisidir. Bunlar genelde düzenli karakter taşırlar ve daha çok istihdam hacmi, reel ve parasal gelir gibi büyüklüklerde ortaya çıkarlar.

Klasik yaklaşım, ekonomik dalgalanmalarla ilgili özel bir teori geliştirmeye gerek duymamıştır. Çünkü klasikler ekonomik istikrardan fiyat istikrarını anlamakta, bunun da para arzındaki gelişmelere bağlı olduğunu ifade etmekteydiler.⁴⁴ Onlara göre paranın işlem ve gelir dolanım hızı sabittir. Bu nedenle para arzındaki bir artış otomatik olarak fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine neden olmaktadır.

Neo Klasikler özellikle Marshall ve Pigou, reel ankes kavramını geliştirerek insanların nakit olarak tutmayı arzuladıkları parayı ön plana çıkarmakta ve olaya talep yönüyle de yaklaşmaktadırlar.⁴⁵ Keynes ise formülünü sadece tüketim mallarına uygulayarak olaya yeni bir psikolojik boyut kazandırmıştır.

Ulusal bir ekonomideki ekonomik istikrar pek çok koşulun yanı sıra harcama ve gelir arasındaki oransal ilişkiyle de ilgilidir. Bu ilişki 1936 yılında kısaca Genel Teori adlı eseriyle John Maynard Keynes tarafından ortaya konulmuştur. Keynes'in ekonomik düşüncelerinin gelişmesinde o günkü koşulların önemli bir payı vardır. Bu nedenle de 1930'larda ve 1940'lı yılların başlarında Keynesyen Teori bir depresyon teorisi olduğu düşüncesiyle bazı bilim adamlarınca reddedilmiştir. Ancak Keynesgil analiz metodunun İkinci Dünya savaşı sırasında enflasyon sorununun çözümünde başarıyla uygulanmış olması, bu olumsuz görüşlerin önemli ölçüde değişmesine neden olmuştur. Bu şekilde Keynesgil analiz

⁴⁴ M. Erdal Ünsal, **Makro İktisat**, Genişletilmiş 3.b., Ankara: İmaj Yayınevi, 2000, ss. 12-13.

⁴⁵ İlker Parasız, **Modern Para Teorisi**, Bursa: Ezgi Kitapevi, Ekim 1998, s.82

araçları deflasyonist ve enflasyonist açıta başarıyla kullanılabilmiştir.⁴⁶ Bilindiği gibi Keynes Klasiklerin aksine ekonominin eksik istihdamda da dengeye gelebileceğini, hatta tam istihdamdaki dengenin özel bir durum olduğunu savunmuş ve bir ekonomide ortaya çıkan bunalımların nedenini daha çok talep yetersizliğine bağlamıştır.

Lucas ve Sargent'a göre, denge sözcüğünün anlamı 1930'larda yaşayan bir teorisyenin anlayamayacağı kadar değişmiştir. Ekonomide normalde denge beklenir. Ancak mevcut bir zaman kesitini ele alarak durumun dengesizlik olduğunu öne sürmek anlamsızdır.⁴⁷ Bu nedenle yeni klasikler ve monetaristler olaya daha farklı bir biçimde yaklaşmaktadır. Bunlara göre, istikrarsızlığın temelinde yatan sebep devletin ekonomiye gereksiz müdahalesidir. Friedman beklentileri uyarlamalı (adaptive), Lucas ve Sargent ise rasyonel kabul ederek, devletin istikrar sağlamaya yönelik müdahalelerinin etkin olamayacağını, bu nedenle müdahalelerin en aza indirilmesi gerektiğini savunmuşlardır.⁴⁸ Hatta daha da ileri giderek, rasyonel bekleyişler yaklaşımı çerçevesinde düzenli, kararlı, sistematik bir enflasyon işsizlik değişiminin uzun dönem bir yana, kısa dönemde dahi ortadan kalkmış olduğunu ifade etmişlerdir.⁴⁹

Küreselleşme ve finansal serbestleşme eğilimlerinin egemen olduğu günümüz koşullarında istikrar için her şeyden önce finansal sermayenin güvence altına alınması, bunun içinse fiyat istikrarının yanı sıra döviz kurunda kayıplara yol açacak değişmelerin olmaması gerektiği vurgulanmaktadır. Bu nedenle Keynesyen politikaların uygulanması neredeyse imkansız gözükmektedir. Çünkü hükümetler işsizliği azaltmak için dün olduğu gibi para arzını genişleterek faiz hadlerini düşürüp, bütçe açıkları yoluyla yatırımları finanse etmeye çalışsalar, finansal piyasalar rasyonel beklenti nedeniyle kendilerini koruyucu önlemlere derhal başvuracaklar ve uygulanan politikaları etkisizleştirerek hükümetleri

⁴⁶ Osman Z. Orhan, **Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1995, s. 23.

⁴⁷ Vural Savaş, **Keynesyen İktisat Yıkılırken**, 2.b., İstanbul: Beta A.Ş. Ya. No. 87/9, Ekim 1986, s. 210.

⁴⁸ Çelebi, a.g.e., s. 5

⁴⁹ Güran, a.g.e., s. 259.

cezalandıracaklardır.⁵⁰ Sonuçta global sermaye ve bazı spekülâtif oluşumlar daha yüksek getiri için harekete geçecekler, paranın dış değeri alt üst olacak, borsa dibe vuracak, sermayenin kaçışını engellemek için faiz hadlerinin daha da yükseltilmesi reel kesimi yoğun bir durgunluğa iterek işsizliğin çok daha artmasına neden olacaktır.

2.1. Döviz Kuru İstikrarı

2.1.1. Döviz Piyasaları ve Genel Tanımlar

Döviz Kuru

Döviz kuru, yerli paranın yabancı paralar karşısındaki nispi değeri olarak tanımlanabilir. Döviz kuru bir fiyattır; aynı zamanda yerli ve yabancı mal, hizmet ve varlıklar arasında bir bağ oluşturur. Döviz kurunun değışimi, ülkeler arasındaki mal, hizmet ve sermaye akımlarını etkiler. Finans piyasalarında nakit döviz “efektif döviz” olarak adlandırılmaktadır. Döviz piyasalarında tüm işlemler nakit olarak yapılmamaktadır, hatta bu işlemlerin büyük bir çoğunluğu hesaplar arası transferler, ödeme emirleri, seyahat çekleri gibi uygulamalarla gerçekleştirilmektedir. Para yerine geçen bu araçlara da "döviz" denilmektedir.⁵¹

Döviz piyasalarında iki farklı döviz kurundan bahsedilebilir. Bunlar; alış kuru ve satış kurudur. Finansal kurumlar, dövizini düşük fiyattan satın alıp, yüksek fiyattan satarak, aradaki marjla kar elde etmeye çalışırlar. Kur marjı şu şekilde hesaplanır.⁵²

$$\text{Yüzde Kur Marjı} = \frac{P_S - P_A}{P_S} \cdot 100$$

Burada P_S satış kuru, P_A ise alış kurunu simgelemektedir. Karşılıklı ticaret ilişkisine giren iki ülkede, eğer fiyatlar ve döviz kuru sabitse, nominal ve reel döviz

⁵⁰ Gülten Kazgan, **Küreselleşme ve Ulus Devlet (Yeni Ekonomik Düzen)**, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayını, Genişletilmiş 1.b., Kasım 2000, s.236

⁵¹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**, 15. b., İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003, s.106

⁵² Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**, s.122

kuru birbirine eşit demektir. Fakat, fiyatların değiştiği durumda reel kur, nominal kurdan farklılaşabilir. Reel kur,

$$R = \frac{e \cdot P_f}{P}$$

şeklinde hesaplanabilir.⁵³ Burada e döviz kurunu, P_f yabancı ülkelerdeki fiyat düzeylerini, P ise ulusal fiyat düzeyini simgelemektedir.

Kapalı bir ekonomide toplam talep, ulusal fiyat düzeyine bağlıken, açık ekonomilerde fiyatlardaki artış toplam talebi iki kanaldan etkiler. Bunlardan ilki, faiz kanalıdır. Yüksek fiyatların yol açtığı yüksek nominal faizler ve istikrarsız bir ekonomik ortamdan kaynaklanan yüksek reel faizler, yatırım talebini düşürür. İkinci etki ise, yerli ve yabancı malların nispi fiyatlarının değişmesi yoluyla gerçekleşir. Dolayısıyla fiyatların döviz kuru üzerinde önemli etkileri vardır. Bu etkiler, ilerde ayrıntılı olarak analiz edilecektir.

Döviz Piyasaları

Dövizin alınıp satılabildiği dört tür temel piyasa vardır. Bunlar, spot, forward, options ve futures piyasalarıdır. Spot piyasalarda döviz ve ulusal paranın değişimi, nakit (efektif) veya hesap hareketleri (döviz) ile anında gerçekleşir. Bu değişimin büyük bir bölümü bankalar arasında olmaktadır. Bankalar, bu işlemi, “döviz kuru interbank” piyasalarında gerçekleştirmektedir. Bu, döviz pozisyonlarında açık veya fazla bulunan bankaların bulunduğu bir piyasadır.

Döviz kuru interbank piyasaları, dünyadaki en büyük finansal piyasadır ve günlük işlem hacmi 100 milyar Doları aşmaktadır. 24 saat işlem yapılan bu piyasalarda işlem hacminin bu boyutlara ulaşmasında, bilgisayar ve uydu teknolojisi çok etkili olmuştur.

⁵³ Rudiger Dornbush ve Stanley Fischer, “**Macroeconomics**”, McGraw-Hill, 1990, s.751.

Forward piyasalarında ise, döviz alım satım anlaşması yapıldığında, fiyat ve teslimat tarihi belirlenirken, teslimat, belirlenen koşullarda gelecek bir tarihte yapılır. Örneğin İngiltere, Kanada, Fransa, Japonya ve Almanya'da forward işlemleri, genellikle 30, 90 veya 180 günlük forward işlemleri biçiminde yapılmaktadır. Bugün yapılan bir forward anlaşmasında satın aldığımız bir dövize spot piyasadan daha fazla ödenecekse, "forward primi" söz konusudur. Eğer spot piyasadan daha az ödenecekse, bu durum "forward iskontosu" olarak adlandırılmaktadır.

Futures piyasaları ise forward piyasalardan farklı olarak örgütlü piyasalardır. Ayrıca, forward işleminde ödeme teslimat anında yapılırken, futures işlemi yapabilmek için, işleme konu olan miktarın belli bir oranı güvence olarak piyasaya yatırılır. Futures piyasaları forward piyasalarından daha küçüktür.

Opsiyon kontratları da geleceğe yöneliktir. Fakat vade dolduğunda sözleşmeye konu olan döviz işlemini gerçekleştirmek tarafların isteklerine bağlıdır. Alıcı ve satıcının sözleşme şartlarını yerine getirmeme hakları vardır. Opsiyon piyasaları da örgütlü piyasalardır.

2.1.2. Döviz Kuru Belirlenme Mekanizmaları

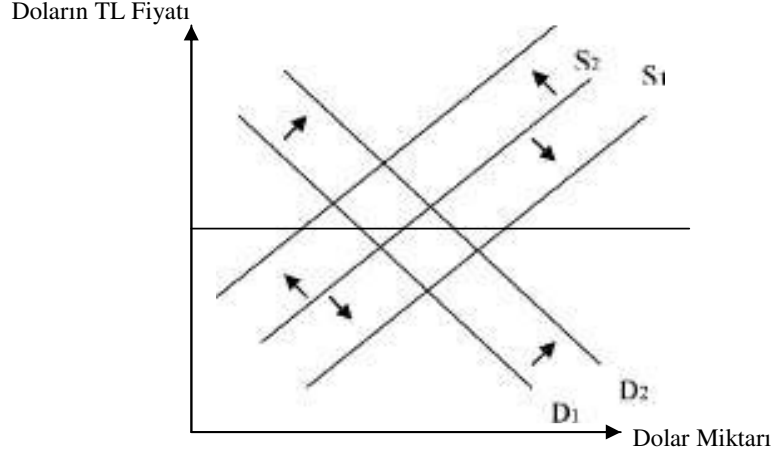
Spot döviz kuru, temel olarak döviz arzı ve talebi tarafından belirlenir. Döviz kuru belirlenme mekanizması üzerine geliştirilen başlıca teoriler ödemeler dengesi yaklaşımı, satın alma gücü paritesi yaklaşımı ve parasal yaklaşımıdır.

Ödemeler Dengesi Yaklaşımı:

Bu yaklaşımda, döviz arzını etkileyen unsurlar ödemeler bilançosundaki alacak kalemleri olarak ele alınmaktadır. Döviz talebinde ise borç kalemleri etkili olmaktadır. Ödemeler bilançosu yaklaşımı, döviz kurunun oluşumunu açıklarken mal, hizmet ve sermaye akımları üzerinde yoğunlaşır. Tüketici tercihleri, yerli ve yabancı malların nispi fiyatları, ticaret ilişkisine girilen ülkelerin milli gelirleri,

teknolojik değişim, tarımsal üretim, grevler gibi birçok unsur da dolaylı yoldan döviz arz ve talebini etkiler.⁵⁴

Şekil 1: Döviz Arzı ve Talebi



Şekil 1'de S1, D1 Başlangıç denge durumundaki döviz arzı ve talebidir. ABD'nin milli gelirinde herhangi bir değişiklik yokken, Türkiye'nin milli geliri arttığında, Türkiye'de yerli ve yabancı mal ve hizmet talebi artar. Döviz talebi D1'den D2'ye kayar. Bu durumda, döviz kuru da yükselecektir. Yukarı da bahsedilen nedenlerle döviz arz ve talebinin değişmesinin kur üzerindeki etkileri şekilde görölmektedir.

Uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki etkisinden dolayı, kısa dönem faiz farkları da döviz kurları üzerinde etkili olmaktadır. Dünya faiz oranlarından düşük bir ulusal faiz oranı, dışarıya sermaye çıkışına neden olurken, ulusal faiz oranları nispi olarak yüksekse, bu durum, yurt içine sermaye akımlarının hızlanmasına neden olur. Burada bahsi geçen faiz, reel faiz oranlarıdır.

Uluslararası yatırımcı, fonlarını bir ülkeye yönlendirirken temel olarak iki değişkeni göz önünde bulundurur. Bunlardan ilki, sermayesinin beklenen getirisidir

⁵⁴ Robert J. Carbaugh, "International Economics", Wadsworth Publishing Company, 1991, s.311.

(if). Bir diğeri ise yatırım süresince döviz kuru değışikliklerinden kaynaklanabilecek kar ve zararlardır.⁵⁵ Dolayısıyla yatırımın toplam getirisi şöyle hesaplanabilir:

$$r = i_f + \frac{ES-S}{S}$$

Burada S cari spot kur, ES ise yatırımın vadesinin dolduğu zaman için beklenen kurdur.

Bu yaklaşım için vurgulanması gereken bir diğeri unsur da, spekülátörlerin döviz kuru üzerindeki etkileridir. Döviz giriş ve çıkışı ile doğrudan bir bağlantısı olmadan da spekülátörler kuru etkileyebilirler. Eğer spekülátörler, uzun dönem döviz kurunu doğru tahmin ediyorlar ve spekülasyonu buna göre yapıyorlarsa, bu duruma, istikrar sağlayıcı spekülasyon; kuru doğru tahmin edemeyip uzun dönem dengesinden uzaklaştırıyorlarsa, istikrar bozucu spekülasyon denir.

Ödemeler bilânçosunun önemli eksiklerinden biri, bu yaklaşım ile geleceğe yönelik döviz kuru tahmini yapmanın çok zor olmasıdır. Bir diğeri önemli eksiklik, yaklaşımın, kısa dönem kur volatilitisini açıklamadaki yetersizliğidir.⁵⁶

Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı:

Satın alma gücü paritesi teoremi, döviz kurunu etkileyen faktörlerden enflasyonu ön plana çıkaran bir yaklaşımdır. Uzun dönemde enflasyon ve döviz kurları arasındaki ilişki satın alma gücü (purchasing power parity-PPP) kuralı olarak bilinmektedir. Satın alma gücü paritesi yaklaşımına göre döviz kurundaki değışimler, ülkeler arasındaki enflasyon farklarının bir fonksiyonudur.

Teorinin önemli varsayımlarından biri, tek fiyat yasasıdır. Bu yasaya göre, ülkeler arasında serbest ticaret durumunda, aynı malların fiyatlarının da aynı olması gerekir. Bunun nedeni mal arbitrajıdır. Örneğin, çeşitli ülkelerde Dolar cinsinden

⁵⁵ Stephen A. Baker, “**An Introduction to International Economics**”, Harcourt Brace Jovanovich Publishers, 1990, s.115

⁵⁶ Mordechai E. Kreinin, “**International Economics: a Policy Approach**”, Harcourt Brace Jovanovich Publishers, 1987, s.125.

bakır fiyatlarına bakıldığında, fiyatların birbirine çok yakın olduğu görülebilir. Bu durum, satın alma gücü paritesi ile bağlantılıdır.

$$PUS (BAKIR) = S(\$ / TL) - PTR (BAKIR)$$

koşulu gerçekleşmediği zaman arbitrajcılar bu fiyatlar eşitlenene kadar bir ülkeden bakır alıp diğerine satacaktır.⁵⁷

Teoriyi mutlak formda tüm fiyatlar için ele alırsak;

$$PUS = S(\$ / TL) - PTR$$

olacaktır.

Buradan da;

$$S(\$ / TL) = \frac{PUS}{PTR}$$

sonucuna ulaşılır.

Nispi formda satın alma gücü paritesinde ise denklem şu hale gelecektir.

$$PUS + (1 + P * US) = S(\$ / TL) \cdot [1 + S * (\$ / TL)] \cdot PTR (1 + P * TR)$$

Denklemden $S * (\$ / TL)$ spot döviz kurunun bir yıldaki değişimini, $P * TR$ ve PUS ise iki ülkenin fiyat seviyesinde gerçekleşen bir yıllık fiyat değişimini simgelemektedir.⁵⁸

Parasal Yaklaşım:

Ödemeler bilançosu yaklaşımında döviz arzı ve talebini etkileyen ve kuru belirleyen temel faktör olarak, döviz akımları ele alınırken; parasal yaklaşımda, döviz kurları, ulusal para stokundaki değişiklikler tarafından belirlenmektedir.

⁵⁷ Maurice D. Levi, “**International Finance: The Markets and Financial Management of Multinational Business**”, McGraw Hill, 2000, s.124.

⁵⁸ Levi, a.g.e., s.128.

Bu yaklaşıma göre, döviz kuru parasal bir olgudur.⁵⁹ Çeşitli paraların değiştirildiği bir piyasa söz konusudur. Para talebi reel gelir, fiyatlar ve faizin bir fonksiyonu olarak ele alınır. Fiyatların artmasıyla para talebi de artar. Fiyatların artması durumunda da, mübadele daha yüksek fiyatlardan gerçekleşeceğinden, para talebi de artacaktır. Faizler düştüğünde para tutmanın alternatif maliyeti azalacağından, para talebi artar.

Parasal yaklaşıma göre, para arzı arttığında gelir artacak, bu durum ithalatın da artmasına neden olacaktır. Bu durum, döviz talebinin artmasına neden olur. Para arzı azalmasının bir diğer sonucu da faiz oranlarının düşmesidir. Faiz oranlarının düşüşü ile birlikte, yurt dışına sermaye akımı hızlanacaktır. Bu da, döviz arzının azalmasına neden olur.

Para talebinin artması da döviz kuru dengesini değiştirir. Örneğin, ülkede yeni bir maden yatağının bulunduğunu varsayalım. Bu yeni gelir kaynağı ile ülkenin milli geliri artacak ve bu da para talebini artıracaktır. Para talebi artışı ile faiz oranları yükselecek ve ülkeye sermaye girişi olacaktır.

Döviz kurunun belirlenme mekanizmaları ile ilgili bu üç teörinin de çeşitli eksiklikleri mevcuttur. Ödemeler bilançosu yaklaşımı, kısa vadeli kur volatilitelerini açıklamakta yetersiz kalmakta ve geleceğe yönelik kur tahminini zorlaştırmaktadır. Satın alma gücü paritesi yaklaşımında ise malların transfer giderleri ve gümrük vergileri gibi uluslararası ticaret önündeki engeller nedeniyle zayıf sonuçlar üretmektedir. Parasal teori ise bu karmaşık yapıya sadece bir yönüyle bakmakta ve diğer iki teörünün vurguladığı etkenleri tamamen göz ardı etmektedir.

Portföy Dengesi Yaklaşımı:

Ödemeler bilançosu yaklaşımında döviz kuru, ithalat ve ihracat gibi akım değişkenlerle belirlenirken portföy dengesi yaklaşımında bu değerlerin kur üzerindeki etkisi dolaylı ve zayıftır. Bireyler finansal varlık stokundaki değişiklikleri, kar motivasyonu ile gerçekleştirirler. Döviz kuruna dair getiri beklentileri, kurun

⁵⁹ Carbaugh, a.g.e., s.324.

temel belirleyicisidir. Cari işlemler dengesi ve para stoku, kuru doğrudan etkilemekten ziyade beklentileri değiştirmektedir.

Bireyler hangi varlıktan portföyünde ne kadar tutacaklarına varlıkların getirilerini tahmin ederek karar vermektedirler. Para arzı ve cari işlemlerdeki diğer değişiklikler bu beklentileri etkileyerek, döviz kurunu değiştirir.

Portföy dengesi yaklaşımına göre, TL bazlı varlıkların değerinin temel belirleyicisi, varlıkların getirisinin yabancı varlıklara kıyasla ne olacağı konusunda oluşan beklentilerdir. Eğer TL bazlı varlıkların beklenen getirisi, yabancı varlıklardan fazlaysa, talebi artar. Beklenen getirilerin oluşumunda etkili olan unsurlar şöyle belirtilebilir:⁶⁰

- a) TL bazlı varlıkların faiz getirisi
- b) Alternatif yabancı varlıkların faiz getirisi
- c) TL'nin yabancı paralar karşısında değer kaybı / kazancı

Örneğin TL bazlı bonoların faiz getirisinin yüzde 20, TL'nin ABD Doları karşısındaki getirisinin yüzde 10 olduğunu varsayalım. Bu durumda toplam getiri yüzde 30 olacaktır. Fakat Türkiye'deki faiz oranları yüzde 20 ise ve TL, ABD Doları karşısında toplam yüzde 10 değer yitirmişse, toplam getiri yüzde 10'a düşer. Bu durumda, ABD bazlı varlıkların faizi yüzde 10'dan fazla ise, TL bazlı varlıkların talebi düşer. Tam tersi durumda, yani yüzde 10'dan daha düşükse, TL bazlı varlıkların talebi artar.

2.1.3. Döviz Kuru Sistemleri

Ekonomik istikrarın alt yapısını yaratmakta hangi döviz kuru sisteminin etkin bir rol oynayacağı literatürde tartışılmalıdır. Bazı iktisatçılar sabit döviz kuru sistemlerinin en istikrarlı sistem olduğunu savunmaktadırlar. Döviz krizleri ile ilgili bazı çalışmalar ise sabit kur sistemlerini, krizlerin en önemli sebebi olarak göstermektedir. Fakat özellikle yoğun portföy akımlarına maruz kalan ülkelerde

⁶⁰ Carbaugh, a.g.e., s.328.

döviz kurunun volatilitésinin çok yüksek olacağı tahmin edilebilir. Döviz kurunun bu derecede oynak olması ekonomide öngörülebilirliği engelleyerek istikrarı zedeleyebilir. Ayrıca bu durum ithalat ve ihracat işlemleri açısından da birçok sorun yaratır. İktisat politikası uygulayıcıları bu iki uç sisteme bağımlı değildirler. Her iki sistemin ortasında duran ara rejimler de söz konusudur. Tüm bu döviz kuru sistemlerinde politikacılar bir ikileme karşı karşıyadırlar, ellerindeki hedef değişken sadece döviz kurunun istikrarı değildir. Döviz kurunun etkilediği ödemeler bilançosu dengesini sağlamak bir başka hedef değişken olarak ön plana çıkmaktadır. Hangi döviz kuru sisteminin istikrar yaratıcı olduğunu anlamak üzere yapılan ampirik çalışmaları da sorunlar içermektedir. Her şeyden önce hangi ülkenin hangi sistemi uyguladığını belirlemek zordur. Bu durumun en önemli nedeni, ülkelerin IMF'ye uyguladığını bildirdiği döviz kuru sistemleri ile fiili olarak uyguladığı sistemler arasında çelişki bulunmasıdır.⁶¹

Sabit Döviz Kuru Sistemi:

Bretton Woods sisteminin çöküşüne kadar bu sistem, dünya genelinde en yaygın kullanılan döviz kuru sistemi olmuştur. Sabit döviz kuru sisteminde ülke yerel parasının, yabancı para cinsinden (veya değerli madenler gibi varlıklardan) alış ve satış paritesi belirlenir. Bu paritenin değişmezliği hukuki yasalarla değil iktisadi yasalarla sağlanır. Para otoritesi talep edilen miktarda ve açıklanan paritede alım satım yapacağını taahhüt eder. Böylece piyasada, pariteden farklı bir işlem yapılması iktisadi olarak anlamsızlaşmış olur. Ödemeler bilançosunun denkleği söz konusu olduğunda ve enflasyonun olmadığı bir ülkede sistemin sorunsuz işleyeceği açıktır. Fakat pratikte bu teorik koşulu sağlayan ülke bulunmamaktadır. Dış açık ve enflasyonun varlığı altında bu sistem, dış açık sorununu daha da kötü bir hale getirebilir. Dış fazla durumunda ise sabit döviz kuru sisteminde para arzı hızla genişleyeceğinden enflasyon problemi kötüleşecektir. Bu da bir süre sonra ödemeler bilançosu dengesinin dış fazla durumundan, dış açık durumuna kayması demektir.

⁶¹ Eduardo Levy-Yeyati, Federico Sturzenegger, “ To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth” **American Economic Review** vol. 93/4, 2003, ss. 1173–1193.

Esnek Döviz Kuru Sistemi:

Esnek döviz kuru sisteminde merkez bankası hiçbir şekilde piyasaya müdahalede bulunmaz. Sistemde döviz kurunu belirleyen, döviz piyasasındaki arz ve talep dengesidir. Sistemin en büyük özelliği para otoritelerinin, bağımsız bir para politikası uygulamasına olanak vermesidir. Friedman'a göre esnek kur sistemleri, özellikle kısa ve orta dönemde, diğer sistemlere göre, reel şokların olumsuz etkileri ile mücadelede daha başarılı olmaktadır. Döviz kuru, piyasadaki bütün fiyat mekanizmasını doğrudan etkilediğinden tüm piyasaların dengeye gelmesine katkı sağlamaktadır. Esnek kur sisteminin performansını inceleyen ampirik çalışmalar, bu sistemin enflasyonu daha kalıcı hale getirdiğini vurgulamaktadırlar.⁶²

Yönetimli Dalgalanma(Managed Float):

Bu sistemde, görünürde esnek döviz kuru sistemi uygulanmaktayken fiiliyatta döviz piyasasına müdahaleler yapılmaktadır. Normalde sistemin amacı oluşabilecek dalgalanmaları ve özellikle geçici nitelikteki dalgalanmaları engellemektir. Fakat sistemin kötüye kullanımı sıkça görülen bir durumdur. Bazı ülkeler yönetimli dalgalanma sistemini döviz kurunu baskılayıp portföy yatırımlarından daha fazla pay almak amacıyla kullanmaktadırlar. Böyle bir durumda para otoritelerinin resmi olarak açıkladığı bir üst band olmasa da kur belli bir eşiği yukarı doğru aştığında piyasaya müdahale edilir. Şüphesiz böyle bir uygulama fiyat sisteminin doğru çalışmasını engelleyeceği gibi olağanüstü bir belirsizlik yaratır.

Aralık İçinde Dalgalanma (Floating Within A Band):

Bu sistemde döviz kurunun çıkabileceği maksimum üst limit ve ineceği minimum alt limit açıklanmakta ve kur bu iki limit arasında serbestçe salınmaktadır. Limitler arasında döviz kurunu belirleyen mekanizma arz ve talep dengesidir. Kur üst sınıra tırmandığında merkez bankası müdahale eder ve bir satım ihalesi ile

⁶² Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov, Cenktan Özyıldırım, "Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri", **TÜGİAD**, 2002, s. 38.

piyasaya döviz arz eder. Kurun alt sınıra yaklaştığı bir durumda ise tam tersi bir politika izlenir.⁶³

Kaygan Aralık (Sliding Band):

Kaygan aralık sistemi, aralık içinde dalgalanma sistemine benzemektedir. Aralık içinde dalgalanma gibi alt ve üst sınırı belirlenmiş bir band söz konusudur. Fakat bu band belirli aralıklarla değiştirilmektedir.⁶⁴

Yönlendirilmiş Sabit Parite (Crawling Peg):

Bu sistemde sabitlenmiş bir kur söz konusudur. Fakat bu kur genellikle önceden açıklanmış zaman dilimlerinde daha yüksek bir paritede yeniden sabitlenir. Böylece basamaklı bir artış gerçekleşir. Bu sistem kaygan aralık sistemine benzemekle birlikte, herhangi bir band içinde serbestçe dalgalanma söz konusu olmadığı için daha katıdır.⁶⁵

Para Kurulu (Currency Board):

Para kurulu sisteminde genellikle merkez bankasının tasfiyesi söz konusudur. Ancak merkez bankası ile paralel olarak çalışan para kurulu uygulamaları da mevcuttur. Para kurulu sisteminde uluslararası kabul gören, istikrarlı bir ülkeye ait yabancı para rezerv para seçilir ve yerel para belirli bir pariteden bu rezerv paraya sabitlenir. Tarihte ilk defa 1849 yılında İngiltere sömürgesi Mauritius'da uygulanmış olan bu sistemde, para kurulu otoriteleri ancak kendisine getirilen dış varlıklar karşılığında parasal tabanı genişletmektedir. İç varlıklar içinse bu durum söz konusu olmamaktadır. Böylece belirsizlik tamamen ortadan kalkar son 20 yıl içerisinde gerçekleşen önemli para kurulu uygulamaları Hong Kong (1983), Arjantin(1991), Estonya(1992), Litvanya(1994), Bulgaristan(1998) uygulamalarıdır.⁶⁶

⁶³ Laurance Copeland , **Exchange Rates and International Finance**, 4th ed. Pearson Education Publishing 2005, s. 416.

⁶⁴ Azim Özdemir ve Gülbin Şahinbeyoğlu “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, **Tartışma Tebliği**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Eylül 2000. s.3.

⁶⁵ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, a.g.e., s.6.

⁶⁶ Müslümov, Hasanov ve Özyıldırım, a.g.e., s. 31.

2.1.4. Döviz Krizleri: Teorik Yaklaşımlar

Birinci Nesil Modeller:

Döviz krizlerini, teorik bir çerçevede açıklamaya çalışan modeller Krugman'ın 1979 makalesine kadar geri götürülebilir.⁶⁷ Bu çalışma ve paralel çalışmalar literatürde daha sonraları Birinci Nesil Modeller olarak adlandırılmıştır. Bu modellere göre bir ülkede bütçe açığı, bütçe açıklarının monetizasyonu, ve sabit kur sistemi söz konusuysa, döviz krizi kaçınılmazdır.

Kanonik kriz modelleri adı da verilen Birinci Nesil Modeller'e göre bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi tutarsızdır. Bu tutarsızlık merkez bankasının, rezervleri belli bir düzeye inene kadar bir sorun yaratmazken, bu teorik düzeyin altında, bir spekülative atak sonucu, döviz krizi gerçekleşir. Dolayısıyla merkez bankasının sahip olduğu rezerv düzeyi bilindiğinde krizin de ne zaman gerçekleşeceği tahmin edilebilir.

Krugman bu çalışmayı yaparken Salant ve Henderson'un 1978'de altın piyasası ile ilgili yaptığı çalışmayı baz almıştır.⁶⁸ Bu çalışmaya göre hükümet elindeki altın rezervlerini kullanarak, altın fiyatındaki değişimleri düzenlemekte, altın rezervleri bittiğinde ise, spekülative atak gerçekleşerek altın fiyatı yükselmektedir.⁶⁹

Krugman , Salant ve Henderson'un herhangi bir mal (altın) için ele aldığı bu durumun döviz piyasaları için de geçerli olacağını belirtmektedir. Başlangıç koşullarında yerel para stoğunun tamamı spekülative atak amacı ile kullanılsa bile sistemin çökmediği (döviz rezervlerinin bu durumu karşılamaya yeterli olduğu) bir durumu ele alalım. Böyle bir durumda eğer bütçe açıkları söz konusu ise ve bu bütçe açıkları para basılarak kapatılıyorsa sistem sürdürülemeyecektir. Bu tutarsızlık kendini şöyle gösterir.⁷⁰

⁶⁷ Paul Krugman, "A Model Of Balance Of Payments Crises", **Journal Of Money, Credit and Banking** ,August 1979.

⁶⁸ Stephen Salant ve Dale Henderson, "Market Anticipations of Government Gold Policies and The Price Of Gold", **Journal Of Political Economy**, August 1978.

⁶⁹ Aydan Kansu, **Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, İstanbul: Derin Yayınevi, 2004, s. 57.

⁷⁰ Kansu, a.g.e., s. 61.

- i) Hükümetin bütçe açığını monetize etmesi
- ii) Sabit kurun sürdürülmesi amacıyla rezervlerin tükenmeye başlaması
- iii) Rezervlerin azalışının sabit kur üzerinde baskı yaratması

Bu koşullar gerçekleştiğinde spekülâtif atağın yaklaştığı söylenebilir. Spekülâtif atağın gerçekleştiği an, spekülâtörlerin sistemi sonlandırabileceğini hissettikleri andır.

İkinci Nesil Modeller:

1992’de Avrupa’da ERM (Exchange Rate Mechanism) krizi yaşandığında Birinci Nesil Modeller, bu krizi açıklamakta yetersiz kalmıştır. Çünkü Avrupa ülkeleri hükümetlerinin elinde sistemi koruyacak miktarda rezerv olmasına rağmen korumamışlardır.

İkinci nesil modellerin öncüsü olan Obstfeld’e göre bütçe açığı ve bütçe açığının para basılarak karşılanması söz konusu olmadığı durumlarda bile baskılanmış döviz kuru sistemlerini sürdürmenin önemli maliyetleri vardır. Bu maliyetlerin başında yüksek faiz oranları ve yüksek işsizlik gelmektedir. Böylece bir çoklu denge oluşmaktadır. Bu dengelerden ilki, sistemi sürdürme ikincisi sürdürmeme şeklindedir. Hükümet hangi dengeyi seçeceğine karar verirken makro ekonomik büyüklüklerden gelen sinyalleri ve piyasa beklentilerini baz alır.

Üçüncü Nesil Modeller:

Portföy yatırımı akımlarının döviz krizi üzerindeki etkisine en fazla vurgu yapan modeller, Üçüncü Nesil Modeller’dir. Bu teorik çatıya göre bankacılık sisteminin kırılabilirliği arttığında, büyük bir kurumun iflası gibi bir kıvılcım portföy yatırımlarının hızla yurtdışına kaçmasıyla sonuçlanır. Döviz kuru artar, bu artış açık pozisyonda olan bankaların bilançolarında baskı yaratır ve iflaslar süreci başlar.

1997 Asya krizi ile birlikte, birinci ve ikinci nesil modellerin öngörülerinin, bu tarz bir krizi açıklamaktan uzak olduğu ortaya çıkmıştır. Üçüncü Nesil Modellerde, döviz krizi sürecindeki temel problem olarak, bankacılık sisteminin sorunları öne çıkmaktadır. Bu süreçte, ahlaki risk problemlerini arttıran temel neden ise, bankaların döviz cinsinden aşırı borçlanmasıdır (overlending). Kamunun açık ve zımni kurtarma garantileri de (bailout guarantees), aşırı borçlanma olgusunu ve banka bilançolarındaki kötüleşmeyi arttırmaktadır.⁷¹

Üçüncü Nesil Modellerin temel özelliklerinden biri, aşırı borçlanma kavramına yoğunlaşmalarıdır.⁷² Aşırı borçlanmada, mevduat sigortaları gibi açık veya zımni kurtarma garantileri de önemli rol oynamaktadır. Bir diğer ifadeyle, bankalar, iç piyasada artan kredi talebini karşılamak için, bu garantilere de dayanarak dış borçlanma yapmaktalar ve iç piyasada artan borçluluğu desteklemektedirler. Bu durumun yanı sıra, artan borçlanmayla birlikte ahlaki risk de artmaktadır. Çünkü kredi talebindeki hızlı artış, faiz oranlarını yükseltmektedir. Bankalar, kur garantileme (hedging) aracını kullanmadan, döviz cinsinden hızla borçlanarak, yüklendikleri riskleri mevduat sigortası veya zımni kurtarma garantisi yoluyla devlet bütçesine aktarmaktadırlar.⁷³

2.2. Fiyatlar Genel Düzeyi İstikrarı

2.2.1. Enflasyonun Tanımı

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyinin düzenli bir biçimde yükselmesidir.⁷⁴ Bir başka tanımla enflasyon, parasal gelirdeki fiili büyümenin, üretimdeki fiili büyümeden daha yüksek olmasıdır. Fiyatların bir defalık yükselmesine enflasyon değil fiyat artışı denir.

⁷¹ Kansu, a.g.e., s.15.

⁷² Ronald I. McKinnon ve Huw. Pill, "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing", **Oxford Economic Review of Economic Policy**, April 1999, s.3.

⁷³ Mehmet H Bilgin, Gökhan Karabulut ve Hakan Ogan, "Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri", İstanbul: **İstanbul Ticaret Odası Yayını**, Yayın No: 2002-41, 2002,s.21.

⁷⁴ Merih Paya, "**Makro İktisat**", İstanbul: Filiz Kitabevi, 1997, s. 376.

Enflasyon hesaplarında, tüm mal ve hizmetlerin fiyatları baz alınmaz. Belirli örneklerle tespit edilip endeksler oluşturulur. Dolayısıyla istatistik biliminin araçları ile hesaplanan enflasyon endeksleri ile bireysel olarak hissedilen enflasyon arasında fark oluşabilir.

2.2.2.Enflasyonun Türleri

Talep Enflasyonu:

Klasik teoriye göre fiyatlar, ya para hacminin artmasına, ya paranın dolaşım hızının yükselmesine veya ikisinin birlikte meydana gelmesine bağlı olarak yükselir.⁷⁵ Toplam talebin toplam arzdan fazla olmasına bağlı olarak genel fiyatların seviyesindeki artış talep enflasyonu olarak ifade edilmektedir. Mallara olan talebin arzdan fazla olması fiyatlar genel seviyesinde bir artışa yol açabileceği gibi, emeğe olan talebin fazlalığı da emek fiyatlarının artmasına yol açacaktır. Talep enflasyonu ekonomideki para miktarı ile yakından alakalı bir konudur. Bu enflasyonun sorumlusu olarak, genellikle ikinci savaş sonrasında Avrupa'daki refah harcamalarının yüksekliği yanında, sendikal hareketlerin gelişmesi ve Keynesyen iktisat anlayışının efektif talebi arttırıcı para ve maliye politikaları gösterilmektedir.

Maliyet Enflasyonu:

Türkiye'deki enflasyonu açıklamakta kullanılan maliyet enflasyonu, üretime giren öğelerin fiyatlarındaki artışların üretilen malın satış fiyatına yansıtılması durumunda ortaya çıkacaktır. Ancak böyle bir enflasyonun görülebilmesi ancak o mallara karşı bir talebin var olması ile mümkündür. Aynı şekilde maliyet enflasyonu piyasanın durumu ile de yakından alakalıdır. Tam rekabet piyasası şartlarının hakim olduğu piyasalarda, firmalar ürün fiyatlarını serbestçe belirleme şansına sahip değildir. Diğer firmaların durumu ve tüketici talebinin durumu fiyatların belirlenmesinde önemli rol oynayacaktır. Ancak, eksik rekabet piyasalarında, firmalar maliyet artışlarını fiyatlara kolaylıkla yansıtma imkanına sahip

⁷⁵ Ahmet Kılıçbay, **Türk Ekonomisinde Enflasyonun Anatomisi**, İstanbul: İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi Yayını, No:3274-507, 1984, s.45

olabileceklerdir. Türk ekonomisinde üretim prosesünün herhangi bir aşamasında maliyet enflasyonuna veya maliyet enflasyonu benzer hallere rastlamak mümkündür.⁷⁶

2.2.3. Diğer Enflasyon Tanımları

Sürünen Enflasyon: Yıllık %1–3 düzeyinde sürekli fiyat artışlarına sürünen enflasyon denir. Bu tip bir enflasyonun ekonomik faaliyeti desteklediğini öne süren iktisatçılar mevcuttur. Sürünen enflasyonda bireyler fiyatlar düzeyinde düzenli bir artış olduğunu bilseler bile bunu gündelik iktisadi hayatlarında hissetmeleri için uzun bir zaman geçmesi gerekir.

Yapısal Enflasyon: Ekonomide belli sektörlerde var olan üretim sorunu nedeniyle arz-talep dengesizlikleri oluşur ve bu durum fiyatlar genel düzeyine yansır.

Hiperenflasyon: Fiyatlar genel düzeyindeki düzenli ve çok yüksek oranlı artışlardır. Çeşitli tanımlara göre bu yüksek oranın sınırı %100 ile %500 arasında değişmektedir. Bu sınırı aşan enflasyon düzeyleri hiperenflasyon olarak adlandırılır. Almanya, Brezilya, İsrail gibi birçok ülke bu olgu ile karşılaşmıştır.

İlımlı Enflasyon: %3–4 civarı olan enflasyon düzeyi, bazı çalışmalarda ılımlı enflasyon olarak adlandırılmaktadır. Bu tanımı kullanan iktisatçılar %4–100 arası enflasyon düzeyini de yüksek enflasyon olarak adlandırmaktadırlar.

2.2.4. Yabancı Sermaye Akımları ve Fiyat İstikrarı

Yabancı sermaye akımlarının fiyat istikrarı üzerindeki etkisi çok çeşitli kanallardan oluşmaktadır. Öncelikle dolaysız sermaye yatırımlarını ele alırsak bu tarz yatırımlar ilk etapta üretimi yani toplam arzı arttıracaktır. Bu etki fiyatlar genel düzeyini azaltma yönünde bir etkiyi de beraberinde getirir. Doğal olarak, burada önemli olan yabancı sermaye yatırımı ile oluşacak üretimin iç pazarı mı, yoksa dış pazarı mı hedef aldığı bu sonucu değiştirebilir. İç pazarı hedef alan bir üretimde,

⁷⁶ Kılıçbay, a.g.e., s.48

fiyatlar genel düzeyini aşağı çeken etki doğrudan oluşurken, dış pazarı hedef alan üretimde durum daha karışıktır. Böyle bir durumda oluşacak etki uygulanan kur sistemine bağlı olarak değişecektir. Bu etki portföy yatırımlarının fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisi ile paralellik içerdiğinden konu portföy yatırımları çerçevesinde ele alınacaktır. Dolaysız sermaye yatırımlarının fiyatlar genel düzeyi üzerinde bir etkisi de, yatırımcının ev sahibi ülkeden ana ülkeye kar payı aktarımı gerçekleşmesi ile ortaya çıkar. Bu etki de portföy yatırımlarının çıkışıyla paralellik arz eder.

Portföy yatırımlarının fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisi uygulanan kur sistemine bağlı olarak değişmektedir. Bu etkiler Mundell-Flemming modeli çerçevesinde ele alınabilir.

Sabit Kur Sisteminde

Sabit kur sisteminde para otoritelerinin bağımsız bir para politikası izleme olanağı ortadan kalkar. Portföy yatırımları ülkeye girdiğinde döviz kurunu sabit tutmak amacıyla oluşan ek döviz arzı merkez bankası tarafından satın alınır. Doğal olarak piyasaya yerel para arz edilir. Bu sürecin enflasyonist baskıyı arttıracadığı kesindir. Portföy yatırımları ana ülkeye geri dönerken ise tam tersi bir etki oluşur.

Esnek Kur Sisteminde

Esnek kur sisteminde bağımsız para politikası sürdürülebilirliğini korumaktadır. Portföy yatırımlarının enflasyon üzerindeki etkisi döviz kuru yoluyla olmaktadır. Portföy yatırımları ülkeye girdiğinde döviz arzı bollaşır ve döviz kuru düşer. Bu durum ithal malların fiyatlarını düşürürken, ithalata konu olan ham madde ve ara mallarında fiyatlarını dşrerek fiyatlar genel düzeyini etkiler.

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLAR ARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ, MAKROEKONOMİK ETKİLERİ VE FİNANSAL KRİZLER

Günümüzde uluslararası finans yazınında en çok tartışılan konulardan birisi, finansal serbestleşme sürecinde uluslararası dolaşımı büyük bir hız kazanarak çok önemli boyutlara ulaşan sermaye hareketleridir. Özellikle 1990'lı yıllarda GOÜ'lerde sıklaşan aralıklarla ortaya çıkan finansal krizler, sermaye hareketleri serbestliğinin ve makroekonomik etkilerinin daha fazla sorgulanmasına yol açmıştır. Bu bağlamda çalışmanın bu bölümünde, öncelikle sermaye hareketleri serbestisinin zamanlaması ve sıralaması ile sermaye hareketleriyle makroekonomik istikrar arasındaki etkileşim incelenmekte ve bu bağlamda çeşitli ülke deneyimleri aktarılmaktadır. Sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri üzerindeki etkileri, o ülkenin makroekonomik değişkenlerini ne yönde ve nasıl etkilediği ile ilişkilidir. Bu bağlamda, bir sonraki kısımda, ilgili olduğu makroekonomik değişkenler yardımıyla sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri ayrıntılı olarak analiz edilmektedir. İzleyen kısımlarda ise; GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının hacmi, sermaye hareketleri ile finansal krizler arasındaki ilişki ve 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerden sonra daha sık gündeme getirilen sermaye denetimleri ve etkilerine yer verilmektedir.

1.SERMAYE HAREKETLERİNİN SERBESTLEŞME SÜRECİ, FİNANSAL REFORMLAR VE MAKROEKONOMİK İSTİKRAR

GOÜ'lerde uygulanan finansal serbestleşme ve onun çok önemli bir parçasını oluşturan sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik politikaların, beklenen etkileri gerçekleştirip gerçekleştirilememesi, bir yandan bu politikaların uygulanma biçimlerine, diğer yandan da uygulandığı ülkelerdeki finansal sistemlerin gösterdiği yapısal özellikler ve bu ülkelerdeki makroekonomik koşullara bağlıdır. Başarılı bir serbestleşme uygulaması için, öncelikle makroekonomik istikrarın sağlanması gerekmektedir. Ayrıca, gerekli önceliklere yer vermeyen ve uygun bir biçimde

tasarlanmayan serbestleşme politikaları, finansal sistemin istikrarsızlığa düşmesine ve nihai olarak da makroekonomik istikrarın bozulmasına yol açabilmektedir.⁷⁷

1.1. Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesinin Zamanlaması ve Sıralaması

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi genellikle finansal serbestleşmenin bir parçası olarak uygulanmaktadır. Ancak sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden etkin sonuç alınabilmesi için zamanlaması, sermaye hareketleri üzerindeki denetimlerin yavaş ve kademeli olarak kaldırılması ve aynı zamanda uygulanacak makroekonomik politikalarla uyumu son derece önemlidir.⁷⁸

Geleneksel sıralama yazını, sermaye hesabı serbestleşmesini bir bütün olarak ele alma eğilimindedir. Ancak konuyla ilgili olarak yakın zamanda yapılan çalışmalarda, sermaye girişleri ve çıkışları ile farklı sermaye türleri arasında ayrımlar yapılarak, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi de kendi içinde sınıflandırılabilir. Genellikle, sermaye girişi ile çıkışı arasında bir ayrım yapılarak önce sermaye girişinin serbest bırakılması, uzun vadeli sermaye girişlerinin kısa vadeli girişlerden önce serbestleştirilmesi ve sermaye çıkışlarında da önceliğin ihracata yönelik yatırımlarla, ticari kredilere verilmesi gerektiği ileri sürülmektedir.⁷⁹

Bernard Fischer ve Helmut Reisen (1992), sermaye akımlarını; ülke içine ve dışına yönelik akımlar, uzun vadeli ve kısa vadeli akımlar ve banka ve banka dışı akımlar şeklinde kısımlara ayırmaktadırlar. Yazarlar, uzun vadeli, içe yönelik ve ticaretle bağlantılı akımlar üzerindeki sermaye denetimlerinin öncelikle serbestleştirilmesini önermektedirler. Çünkü bu akımların serbestleşmesi kalkınmanın başlangıç aşamalarında bile yararlı olabilmektedir. Kısa ve uzun vadeli sermaye çıkışları üzerindeki denetimler ise ancak sağlam kamu maliyesi kurulduktan, batık kredi sorunları çözüldükten ve yurtiçi faiz oranları üzerindeki

⁷⁷ Kadir Eser, “Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri”, **Hazine Dergisi**, Sayı:1, Ocak 1996, s.96.

⁷⁸ Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin ve Can Fuat Gürlelel, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye”, İstanbul: **İMKB Araştırma Yayınları**, No: 6, 1995, s.46.

⁷⁹ Oğuz Esen, “Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:8, Sayı:27, 1997, s.37.

denetimler kaldırıldıktan sonra kaldırılmalıdır. Yurtiçi finansal sistem serbestleştirildikten ve yurtiçi bankalardaki zayıf yapı giderildikten sonra, yabancı bankalara yönelik engellerin kaldırılmasını öneren yazarlar, son olarak; bankacılık sektöründe yeterli rekabet düzeyi oluşturulup, sağlam bir bankacılık düzenleme ve denetleme sistemi yerini alıncaya kadar kısa vadeli sermaye girişlerinin serbestleştirilmesinin doğru olmayacağını belirtmektedirler.

Williamson (1993), yurtiçine yönelik sermaye akımlarının serbestliği için bazı gerekli ön koşulların sağlanması gerektiğini belirtmektedir. Yurt içine yönelik akımlar üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması için ön koşullar; geleneksel olmayan ihracat endüstrilerinin kurulması, mali disiplin, serbestleştirilmiş bir ithalat rejimi ve serbestleştirilmiş ve sağlıklı bir yurtiçi finansal sistemdir. Aşırı sermaye girişlerinin olduğu dönemlere karşı koruma sağlamak için, kısa vadeli akımlar üzerindeki denetimlerin tutulması da önerilmektedir. Sermaye çıkışları üzerindeki denetimlerin kaldırılması için gerekli koşullar ise daha dikkat gerektiren türdendir. Bunlar; sürekli olduğu algılanan bir politik rejim, mali esnekliğin bir ölçütü olarak talep yönetme yeteneği ve vergi tabanının aşınmasını sınırlayacak düzenlemelerden oluşmaktadır.

1.2. Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik İstikrar

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve makroekonomik istikrar arasında önemli bir etkileşim bulunmaktadır. Uluslararası sermaye hareketleri ile makroekonomik istikrar geniş bir süreç içinde gerçekleşmekte ve bu süreç farklı aşamalarda farklı özellikler göstermektedir. Öncelikle finansal reformlar ve sermaye hareketlerine serbesti getirilmeden önce uygulanan ve bir ölçüde sermaye akımlarını etkileyen ve GOÜ'lere yönelmesine neden olan makroekonomik politikalar bulunmaktadır. Bu, karşılıklı etkileşimin ilk aşamasını oluşturmaktadır. Bu etkileşim finansal reformların içeriği, zamanlaması ve sıralaması ile aynı anda uygulanan makroekonomik politikaların niteliğinden kaynaklanmaktadır. Finansal reformların gerçekleştirilmeye başlandığı dönemde varolan makroekonomik yapı ve uygulanan makroekonomik politikalar hem finansal reformların başarısı hem de finansal reformların makroekonomik istikrara etkisi açısından önem taşımaktadır. Bu nedenle, finansal reformlar makroekonomik çevreden ayrı düşünülmemeli ve

mutlaka ekonominin diğ er alanlarında da gerekli ve uygun reformlar aynı anda veya birbirini izleyecek biçimde yapılmalıdır. Aksi durumda finansal reformlar verimsiz kalmakta ve makroekonomik istikrarı bozarak kendisinden beklenen faydaları sağlayamamaktadır.

Ülke deneyimleri makroekonomik istikrar ve finansal serbestleşmenin birbirini destekleyici nitelikte olduğunu göstermektedir. Finansal reform uygulamaları döneminde uygulanması gerekli makro ekonomik politikalar şunlardır:

a) Finansal reformlar daha kapsamlı yapısal ekonomik reform politikasının bir parçası olarak uygulanmalıdır.

b) Kamu kesimi açıkları makul düzeyde olmalı ve kamu açıklarının finansmanı enflasyonist olmamalıdır.

c) Finansal serbestleşmenin başarısı için fiyat istikrarı son derece önemlidir. Bu nedenle enflasyonun denetim altına alınmasına yönelik para politikalarının uygulanması gerekmektedir.

d) Etkin bir para politikasının uygulanması için merkez bankası'nın bağımsızlığı gerçekleştirilmelidir.

e) Döviz kurlarına müdahale olmamalı, kurlar piyasa koşullarında belirlenmelidir.

Sermaye hareketlerine serbesti getirildikten sonra sermaye akımlarının hızlanmaya başlaması ile birlikte uygulanmakta olan makroekonomik politikalar ile sermaye akımları karşılıklı etkileşim içinde bulunmaktadır. Bu bağlamda, sermaye akımlarının makroekonomik etkileri, sermaye akımları ile makroekonomi arasındaki etkileşimin ikinci aşamasını oluşturmaktadır. Eğer gerekli politikalar uygulanmış ise, sermaye girişi ile istenen daha yüksek yatırım ve büyüme sağlanabilmekte ve sermaye girişlerinin neden olabileceği istikrarsızlıklar önlenabilmektedir. Aksi durumda ise sermaye akımlarının makroekonomik dengeleri bozduğu ve istikrarsızlığa yol açtığı gözlenmektedir.

Yazında, sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin makroekonomik istikrarsızlığa neden olduğunu ileri süren çeşitli görüşler bulunmaktadır. Bu

görüşlerden birincisi; istikrarsızlığın temelinde ekonomilerin serbestleşip, dünyaya açılmalarında yapılan zamanlama ve uygulama hatalarının yattığını savunmaktadır. Buna göre, serbestleşmenin özünden çok uygulanmasında sergilenen acelecilik ve beceriksizlik yaşanan sorunların temelindeki ana neden olarak gösterilmektedir. İkinci görüş ise; sorunların sisteme ilişkin bir yönü olduğunu ve serbestleşmenin özünde istikrarsızlık unsurları taşıdığını öne sürmektedir. Yapılan uygulama hataları ise sadece sorunun boyutunu büyütmektedir. Bundan kaçınılsa bile, özellikle serbestleşmenin abartılmasının istikrarsızlığı beslediği gibi, etkinliklerden sapma, verimlilikten uzaklaşma türünden ek sorunlar da ürettiği savunulmaktadır.

GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının neden olduğu makroekonomik ve finansal gelişmeler her ülkede farklı olabilmektedir. Ülkeler arasında görülen bu farklılık; sadece sermaye akımlarının doğrudan etkisinden ve sermaye akımları öncesi ve sırasında uygulanan politikalardan değil, aynı zamanda politik, bölgesel ve demografik gelişmelerden de kaynaklanmaktadır. Son yıllarda çok sayıda GOÜ, sermaye hareketlerinin serbestleşmesini, yapısal reform ve istikrar programlarının bir parçası olarak uygulamakta ve bu nedenle reform ve programlardaki süreç ve hedef farklılıklarına bağlı olarak sermaye akımları farklı sonuçlar vermektedir. Genellikle, ülkelerde sermaye akımlarının hızlandığı ilk dönemlerde reform programlarında başarı sağlanırken bazı ülkeler sermaye akımlarının ileriki aşamalarında finansal krizlerle karşılaşabilmekte ve ödemeler dengesi zorlukları sonucunda reformların etkisi azalmaktadır.⁸⁰

1.3. Çeşitli Ülkelerin Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Sermaye Hareketlerine Açılma Deneyimleri

Yazında, GOÜ'lerin, finansal serbestleşme ve sermaye akımlarına açılma süreci ve bunun ortaya çıkardığı etkiler bakımından, en çok Asya ve Latin Amerika ülkelerinin yaşadıkları deneyimler üzerinde durulmaktadır. GOÜ'lerde, geniş kapsamlı ilk finansal serbestleşme uygulamaları, 1970'li yılların sonlarında Latin Amerika ülkelerinde gerçekleştirilmiştir. Finansal serbestleşme süreci Asya ve Latin Amerika'daki GOÜ'lerde farklı biçimlerde gerçekleşmiştir. Söz konusu sürecin

⁸⁰ Uzunoğlu vd., a.g.e., ss.44-63.

genel olarak Asya ülkelerinde kademeli bir biçimde uygulandığı, Latin Amerika'da ise daha hızlı işlediği gözlenmektedir. Latin Amerika grubunda yer alan ülkelerde (Arjantin, Şili ve Uruguay), finansal serbestleşme süreci bazı nedenlerden dolayı sıkıntılı geçmiştir. Bu ülkelerde finansal sistemin serbestleşmesine ilişkin politikalar istikrarsız bir makroekonomik ortamda uygulamaya konmuştur. Bu durum, genel makroekonomik politikaların birbirleriyle olan tutarsızlığını daha da arttırmıştır. Ayrıca finansal reformların uygulanış biçimi de finansal dengesizliğe ve dolayısıyla makroekonomik dengesizliklere yol açmıştır. Söz konusu ülkelerde sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar vaktinden önce kaldırılmıştır. Bu da, büyük bir sermaye girişine ve hızlı bir dış borç artışına yol açarak, 1980'lerin başlarında söz konusu ülkelerin makroekonomik krizlerle karşılaşmalarına neden olmuştur. Bu ülkelerde uygulanan finansal reformların başarıya ulaşamamasında, serbestleşme uygulamalarına istikrarsız bir makroekonomik ortamda geçilmesinin ve yapılan reformların yanlış sıralanmasının etkili olduğu ileri sürülmüştür. Bu durum, GOÜ'lerde, finansal serbestleşme sürecinde yapılan reformların zamanlaması, sıralaması ve bunların ülkelerin makroekonomik politikaları ile olan ilişkisinin önemine dikkat çeken bir yazının gelişmesine yol açmıştır.

Asya grubunda yer alan Güney Kore ve Malezya gibi ülkeler ise, finansal serbestleşme sürecinde bazı önemli dar boğazlarla karşılaşmış olsalar da, serbestleşme sürecinde kademeli bir yaklaşımı benimsemeleri nedeniyle, Latin Amerika ülkelerinin içine düştüğü bunalımlarla yüz yüze gelmemişlerdir. Bu iki ülke finansal serbestleşme sürecini ve reformları başarı ile tamamlamış sayılabilirler. Güney Kore'de olumsuz bir takım makroekonomik koşullar yaşanmasına karşın bu ülke, sorunlar karşısında esnek davranarak reform sürecinin temel unsurlarına gerekli uyumu göstermiştir. Öte yandan sermaye hareketleri sıkı bir denetime tabi tutulmuş, bunun sonucu olarak da ülke içine ve dışına yönelik sermaye akımlarında aşırı dalgalanmaların oluşması önlenmiştir. Güney Kore'nin finansal reformlara yaklaşımı ani ve hızlı olmaktan çok tedbirli ve kademeli hareket etmek şeklinde olmuş ve ülke değişen makroekonomik koşulların olumsuz etkilerine karşı gerekli önlemleri alabilmiştir. Malezya ise finansal serbestleşme sürecinde ortaya çıkan pek çok sorunu daha kolay çözüme kavuşturmuştur. Ancak Malezya, Güney Kore'ye göre daha dar kapsamlı bir serbestleşme süreci yaşamıştır. Finans kesimi reformu yalnızca,

bankaların topladıkları mevduata uygulanan faiz oranları üzerindeki tavanların kaldırılmasında uygulamıştır. Ayrıca, sermaye hareketleri Güney Kore'ye göre daha serbest bırakılmış, ancak döviz kurunun istikrarlı bir seyir izlemesi nedeniyle, sermaye hareketlerinde büyük dalgalanmalar meydana gelmemiştir. Malezya, finansal serbestleşme sürecinde izlediği kademeli ve tedbirli politikalar sayesinde, karşılaştığı dış şokların olumsuz etkilerine karşın ekonomisini düzlüğe çıkarabilmiştir. Yine Malezya, Latin Amerika ülkelerinin aksine, finansal serbestleşme sürecinden önce ekonomisini rekabetçi koşullarda çalışmaya alıştırmıştır.

Latin Amerika ve Asya ülkelerindeki finansal serbestleşme deneyimlerinin de gösterdiği gibi, makroekonomik istikrarsızlığın var olduğu bir ortamda finansal piyasaların hızlı bir şekilde ve tümüyle serbestleştirilmesi ve kamu müdahalelerinden arındırılması ile oligopolcü finansal piyasa yapıları ortadan kalkmamakta, buna ek olarak sermaye hareketlerinin de bütünüyle serbest bırakılması sonucunda serbestleşme süreci beklenen etkileri yaratmadığı gibi olumsuz gelişmelere yol açabilmektedir.⁸¹

2. SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

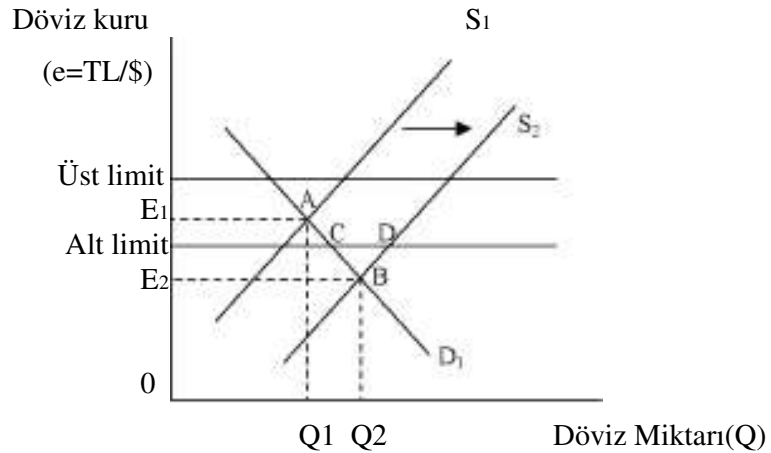
Ulusal ekonomilere dış kaynak girişinin kolaylaştırılması amacıyla serbest bırakılan sermaye hareketlerinin, ülke ekonomileri üzerinde önemli etkiler meydana getirdiği göz ardı edilemeyecek bir gerçektir. Finansal piyasalarındaki zayıflıklar ve kırılgan ekonomik yapıları nedeniyle GOÜ'ler sermaye akımlarından çok daha fazla etkilenmekte, özellikle ani sermaye giriş çıkışları, bu ülkelerin makroekonomik göstergeleri üzerinde önemli etkiler yaratmaktadır. Bu bağlamda çalışmanın bu kısmı, sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerinin kuramsal olarak incelenmesine ayrılmıştır.

⁸¹ Eser, a.g.e., ss., 91-93

2.1. Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru

Sermaye hareketlerinin en çok etkilediği değişkenlerden birisi döviz kurudur. Sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkisi, döviz piyasasının niteliğine bağlı olarak değişmektedir. Bu bağlamda sermaye girişlerinin döviz kuru üzerindeki etkisini, sabit kur sistemi ve esnek kur sistemi altında değerlendirmek gerekmektedir. Bilindiği gibi sabit kur sisteminde merkez bankası kuru belli bir düzeyde sabitlemekte ve kurun sadece önceden belirlenen alt ve üst sınırlar arasında değişmesine izin vermektedir. Piyasadaki döviz kurunun belirlenen bantın dışına çıkması durumunda, merkez bankası sabitlediği kuru korumak için döviz piyasasına alıcı veya satıcı olarak müdahale etmektedir. Esnek kur sistemleri ise, kurların piyasada arz ve talep koşullarına göre belirlendiği ve merkez bankalarının döviz piyasalarına müdahale ederek kurun düzeyini değiştirmedikleri sistemlerdir. Bretton Woods sisteminin sona erdiği 1973 yılından bu yana pek çok ülkede esnek döviz kuru sistemi uygulanmaktadır. Ancak uygulamada sınırsız bir esnek kur sistemine rastlamak pek mümkün değildir. Bu nedenle bu sistemi benimseyen ülkelerde, kurlar arz ve talep tarafından belirlenmekle birlikte, merkez bankasının gerekli gördüğünde, döviz alarak veya döviz satarak piyasaya müdahale etmesi biçiminde uygulanan yönetimli (denetimli) dalgalanma modeli uygulanmaktadır.⁸²

Şekil 2: Sabit ve Esnek Kur Sisteminde Döviz Kuru



⁸² Ünsal, a.g.e, ss.492-496.

Dikey ekseninde döviz kurunun, yatay ekseninde döviz miktarının yer aldığı Şekil 2’de döviz piyasasında denge başlangıçta S1 döviz arz eğrisi ve D1 döviz talep eğrisinin kesiştiği A noktasında sağlanmıştır. Ancak sermaye akımlarında meydana gelen artış nedeniyle, döviz talebi aynı iken döviz arz eğrisi sağa doğru kayarak S1 konumundan S2 konumuna gelir. Bu yeni durumda döviz piyasasında denge, esnek kur sisteminde B noktasında sağlanır. B noktasında, döviz kuru E1’den E2’ye düşmüş, döviz miktarı ise Q1’den Q2’ye yükselmiştir. Görüldüğü gibi, sermaye girişleri esnek kur sisteminde döviz kurunun düşmesine dolayısıyla ulusal paranın değer kazanmasına neden olmaktadır.

Sermaye girişlerinin döviz kuru üzerindeki etkisini, sabit kur sistemi açısından değerlendirebilmek için de Şekil 2’den yararlanılabilir. Sermaye girişlerinin döviz arzını arttırması nedeniyle, merkez bankasının döviz piyasasına herhangi bir müdahalesinin olmadığı durumda, döviz kuru E1’den E2’ye düşmektedir. Ancak E2 döviz kuru düzeyi, sabit kur sistemi durumunda, merkez bankasının belirlediği alt sınırın altında kalmaktadır. Bu durumda merkez bankası ilan ettiği kur alt sınırını korumak için döviz piyasasına müdahale ederek CD kadar döviz arz fazlasını, kurun alt sınırından döviz satın alarak ortadan kaldırır. Bu durumda döviz kuru E2 düzeyinde değil, merkez bankasının ilan ettiği alt sınır düzeyinde oluşmaktadır. Yani, sermaye girişlerinin esnek kur sisteminde olduğu gibi, döviz kurunu düşürücü (dolayısıyla ulusal parayı değerlendirci) etkisi, sabit kur sisteminde merkez bankasının ilan edilen kuru korumak amacıyla yaptığı müdahaleler nedeniyle ortaya çıkmamaktadır.

Ülkede yönetilen dalgalanma modelinin uygulanması durumunda ise, iktisadi otoriteler, döviz arzının artması sonucu, piyasanın serbest işleyişi içinde oluşan E2 kur düzeyini, örneğin dış ticaret ve cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkileyebileceği gerekçesiyle fazla düşük bularak, bu döviz arz fazlasının belirli bir oranı kadar (tümü değil) döviz alarak piyasaya müdahale edebilir. Böyle bir durumda, yapılan müdahalenin derecesine göre, döviz kuru E2 yerine E2’den daha yüksek, E1’den daha düşük bir düzeyde (E1 ile E2 arasında) oluşarak, kurdaki düşüş (ulusal paradaki değer artışı) yumuşatılmış olur. Müdahalenin derecesi ise kurlarda

arzulanan istikrarın ölçüsüne, bu ise hükümetlerin politika tercihlerine bağlı olmaktadır.

Sermaye girişi sonucu ulusal paranın değer kazanmasının ekonomide yaratabileceği olası etkiler kısa ve uzun vadeli olarak değerlendirilebilir. Kısa vadede ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi enflasyonu bastırıcı bir etki yaratabilmektedir. Hem TÜFE içerisine giren mal sepetindeki ithal ürünlerin fiyatlarının azalması ve iç talebin bir kısmının düşük fiyatlı ithal mallarına yönelmesi, hem de hammadde ve yatırım mallarının ucuzlamasıyla birlikte girdi maliyetlerinin düşmesi arzı arttırarak enflasyonu hafifletici bir etki oluşturabilmektedir.

Uzun dönemde ise ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi çok önemli olumsuzlukları bünyesinde taşımaktadır. En büyük tehlike ise, ihracatın azalıp ithalatın artmasıyla birlikte dış ticaret ve cari işlemler açığında meydana gelebilecek artış olarak ifade edilebilir. Cari açığın artması ise, borçlanmayı arttırmakta, devalüasyon beklentilerini güçlendirip sermaye çıkışını hızlandırarak finansal sistemin kırılma eğilimini arttırarak kriz beklentilerine neden olabilmektedir.⁸³

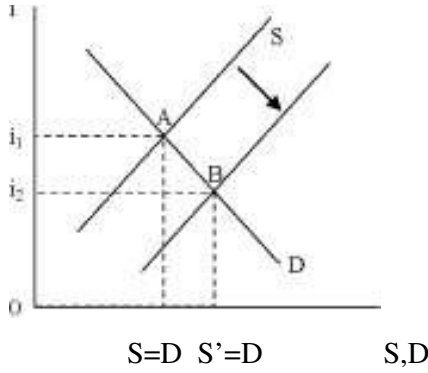
2.2. Sermaye Hareketleri ve Faiz Oranları

GOÜ'lere yönelen finansal sermaye akımlarının en fazla etkilediği ve etkilendiği değişkenlerden birisi faiz oranlarıdır. Bir ülkede yurtiçi faiz oranı ile uluslararası piyasalardaki faiz oranları arasındaki fark, sermaye girişini teşvik eden en önemli faktörlerden birisidir. Söz konusu ülkedeki yurtiçi faiz oranları, uluslararası piyasaya göre ne kadar yüksekse, o ülkeye sermaye girişi de o kadar fazla olmaktadır. Faiz oranı pek çok faktörden etkilenmektedir. Finansal serbestleşme ile birlikte faiz oranlarının sermaye hareketlerinin etkisine açık hale geldiği tartışmasız bir gerçektir. Neoklasik finansal serbestleşme kuramına göre, sermaye hareketlerinin GOÜ'lerin fon gereksinimini karşılayarak, tasarruf arzını arttırdığı, sabit fon talebi altında, tasarruf arzının artmasının faiz oranlarını düşüreceği öne sürülmektedir. Buna göre, sermaye akışı, para piyasalarında likiditeyi

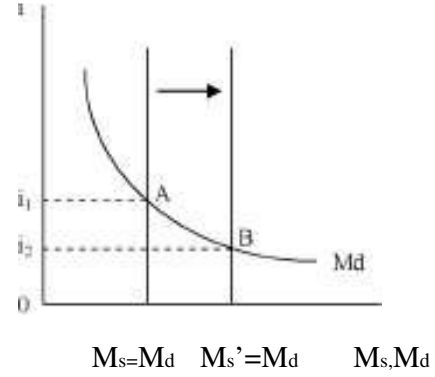
⁸³ Kont, s.719.

genişleterek daha düşük faiz oranına neden olacak ve bu süreç GOÜ'lerdeki faiz oranları, uluslararası faiz oranı düzeyine ininceye kadar devam edecektir.

Şekil 3: Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı



Şekil 4: Likidite Tercihi Kuramı



Sermaye akımları ile faiz oranı arasındaki kuramsal ilişkiyi, ödünç verilebilir fonlar kuramı ve Keynes'in likidite tercihi kuramı yardımıyla açıklamak mümkündür. Ödünç verilebilir fonlar kuramı, faiz hareketlerini para ve sermaye piyasalarında ödünç alınıp verilen fonlardan yani fon arz ve talebindeki gelişmelerden hareketle açıklamaya çalışmaktadır. Buna göre, bir ülkeye yönelik sermaye girişleri arttıkça fon arzı (tasarruf arzı) artacak ve sabit fon talebi (sermaye talebi) altında, fon arzının artması faiz oranını düşürecektir (Şekil 3'de, S fon arzını, D ise fon talebini göstermektedir). Likidite tercihi kuramı ise, faizlerdeki gelişmeleri, ekonomideki para arzı ve para talebi ile ilişkilendirmektedir. Buna göre, ülkeye yönelik sermaye akımlarının artması para arzını arttıracak ve para talebinin sabit olması durumunda, para arzında meydana gelen artış faiz oranını düşürecektir (Şekil 4'de, Ms para arzını, Md ise para talebini göstermektedir).⁸⁴

Ancak, sermaye girişlerinin GOÜ'lerdeki faiz oranlarını düşürmeyebileceği aksine yükseltebileceğini öne süren görüşler de mevcuttur. Buna göre, GOÜ'lerde sermaye girişlerinin faiz oranları üzerindeki etkisi, ekonomideki diğer etkenlerle birleşerek ortaya çıkmaktadır ve bu nedenle daha karmaşıktır. GOÜ'lerde sermaye girişlerinin varlığına karşın faiz oranlarının düşmemesinin ve/veya yükselmesinin nedenlerinden biri, sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki genişletici etkisinin

⁸⁴ Paya, a.g.e., ss. 143-147.

yetkililer tarafından açık piyasa işlemleriyle (APİ) sterilize edilmesidir. Sterilizasyon politikası uygulanması durumunda, sermaye girişlerinin para arzı ve dolayısıyla faiz oranı üzerindeki etkisi izlenen sterilizasyon politikasının derecesine bağlı olarak değişebilmektedir. Sermaye girişi sonucunda para arzındaki artışın tümünün sterilize edilmesi durumunda, para arzı artmayacağı için faiz oranı da düşmeyecektir. Para arzındaki artışın tümünün sterilize edilmemesi durumunda ise, sermaye girişleri sonucu para arzında meydana gelen artış sınırlı kalacağından, faiz oranları sterilizasyonun olmadığı duruma göre daha az düşebilir.

Sermaye girişlerinin büyük hacimli olması durumunda, sterilizasyon yapılabilmesi daha yüksek faiz oranlarını gerektirebilmektedir. Örneğin, sterilizasyon çerçevesinde piyasalara ulusal para cinsinden tahvil satıldığında, ekonomik birimleri ulusal tahvillere yönlendirebilmek için faiz oranlarının yükseltilmesi gerekmektedir. Yani ancak bu şekilde likidite fazlalığının piyasadan çekilebilmesi mümkün olabilmektedir. Bu durumda sterilizasyon işlemleri yüksek faiz oranları ile sonuçlanabilmektedir.⁸⁵ GOÜ'lerde, artan sermaye girişlerine karşın faiz oranlarının yüksek düzeylerde seyretmesinin bir nedeni de, sermaye girişlerinin devamlılığının sağlanabilmesi için yetkililer tarafından yüksek faiz politikası uygulanmasıdır.

2.3. Sermaye Hareketleri ve Döviz Rezervleri

Bir ülkeye yönelik sermaye akımlarında meydana gelen artışlar, yarattıkları döviz girişi nedeniyle, o ülkenin uluslararası rezerv artışlarının en önemli kaynaklarından birisidir.⁸⁶ Sermaye girişleri ile uluslararası rezervler arasındaki ilişki açısından merkez bankası döviz rezervlerinin dikkate alınması gerekmektedir.

Geleneksel olarak merkez bankaları, ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek ve ulusal paranın değişim değerini sabitlemek için rezerv bulundurmaktadırlar. Günümüzde ise, ülkelerin rezerv bulundurma gerekçeleri genel olarak para ve kur politikasını desteklemek, dış borç servisini karşılamak, finansal krizlere ve

⁸⁵ Nejla Adanur Aklan, "Kriz Sonrası Süreçte Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Döviz Piyasası Müdahalelerinin Etkinliği", **Akdeniz Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:13, 2007, s.227.

⁸⁶ Bir ülkenin toplam uluslararası rezervleri; altın, döviz ve IMF kaynaklarından oluşmakla birlikte, bunlar içinde en önemli yeri döviz rezervleri tutmaktadır. Döviz rezervleri de kaynaklarına göre, bankalar ve merkez bankası rezervleri olarak ayrılmaktadır.

olağanüstü durumlara karşı koruma sağlamak ve ithalatı finanse etmek olarak sıralanabilir. Ülkelerin sahip oldukları rezerv düzeyleri son yıllarda sıkça ortaya çıkan finansal krizlerden sonra daha da önem kazanmaya başlamıştır.⁸⁷ Finansal serbestleşme sonucunda, sermaye girişleri nedeniyle, bir yandan ulusal paranın değerlendirilmesini engelleyebilme, diğer taraftan istikrarsız sermaye akımlarına karşı önlem alabilme kaygılarıyla GOÜ'lerin giderek daha fazla rezerv biriktirmeye yöneldiği ve sermaye girişlerinin daha küçük bir oranının cari açıkları finanse etmekte kullanıldığı görülmektedir.⁸⁸

Sermaye akımları ile merkez bankası döviz rezervleri arasındaki ilişkinin niteliği uygulanan kur sistemine bağlıdır. Sermaye girişlerinin yarattığı döviz arzı artışının kurları düşürücü yönde baskı yapması nedeniyle, sabit kur sisteminde merkez bankası kurun istikrarını korumak için, ulusal para karşılığında döviz satın alarak piyasaya müdahale eder. Bu durumda, merkez bankasının döviz rezervleri, satın alınan döviz miktarı kadar artar. Döviz kurlarının oluşumunun tümüyle arz ve talep güçlerinin işleyişine bırakıldığı tam esnek kur sistemlerinde ise, ilke olarak merkez bankasının piyasaya herhangi bir müdahalesi olmadığından, sermaye girişi nedeniyle merkez bankasının döviz rezervlerinde herhangi bir değişme ortaya çıkmamaktadır.⁸⁹ Daha öncede belirtildiği gibi, uygulamada tam esnek bir kur sistemine rastlamak oldukça zordur. Esnek kur sistemi uygulayan tüm ülkeler, gerektiğinde piyasalara müdahale etmektedirler. Bu nedenle, günümüzde esnek kur sistemi uyguladığını söyleyen birçok ülkede aslında yönetimli dalgalanma sistemi uygulanmaktadır. Merkez bankalarının gerekli gördükleri durumlarda piyasalara müdahale ettikleri bu sistemde ise, sermaye girişleri sonucunda hem döviz kuru etkilenmekte hem de müdahalenin derecesine bağlı olarak merkez bankasının döviz rezervleri artış göstermektedir.

⁸⁷ Özge Mahlebiciler, "Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Rezerv Yönetim Politikaları ve Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarının Analizi", **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara:TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ekim 2006, s.4-11.

⁸⁸ Aysu İnel ve Nesrin Sungur, "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği, 1989:III – 1999:IV", **TEK Tartışma Metni**, No:2003/8, Aralık 2003, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf> , (30.01.2010), s.5.

⁸⁹ Seyidoğlu, **Uluslar arası İktiat**, ss. 396, 591.

Uluslararası sermaye hareketlerinde meydana gelen kısa vadeli ve spekülâtif hareketler nedeniyle oluşan belirsizlik ve artan risk ortamında ulusal merkez bankaları giderek daha yüksek miktarlarda rezerv tutmak durumunda kalmaktadırlar. Kriz dönemlerinde yaşanan sermaye kaçıışı sürecinde, yatırımcıların bir anda ulusal para cinsinden olan varlıklarını dövize çevirmek istemeleri nedeniyle döviz talebinde meydana gelen artış, döviz kurunu düşürücü yönde baskı yaparak ulusal paranın önemli ölçülerde değer kaybetmesine neden olabilmektedir. İşte bu süreçte, artan döviz talepleri, krizin derinleşmesini önlemek amacıyla merkez bankası tarafından (döviz satışı yapılarak) karşılanmakta, bu da döviz rezervlerini azaltmaktadır. Bu bağlamda, geniş döviz rezervlerinin varlığı, hem ani sermaye çıkışlarına karşı ekonomiyi korumakta hem de yabancı yatırımcıya, herhangi bir şok karşısında kurun istikrarını koruyacağına ilişkin kamusal bir garanti sağlayarak, ülkeden sermaye çıkışını caydırıcı ve finansal kriz riskini önleyici bir etkide bulunmaktadır. Bu süreç, gelişmekte olan birçok ülke açısından, 1990'lardan bu yana gerçekleşen rezerv ediniminin büyük bir kısmını açıklamaktadır.

Aizenman ve Lee (2006), 1980–2000 dönemini inceledikleri çalışmalarında açık ekonomilerde finansal krizlere maruz kalma riskindeki artışın rezerv talebindeki artışı açıklamada büyük rolü olduğunu belirtmişlerdir. Ancak merkez bankalarının giderek daha fazla miktarda rezerv tutmak durumunda kalmaları reel fiziksel yatırımlara ayrılacak kaynakların giderek daraltılması anlamına gelmektedir. IMF ve UNCTAD kaynaklı verilere göre, günümüzde GOÜ'lerin, yüksek reel faizler pahasına sağladıkları sermaye girişlerinin yaklaşık üçte birini rezerv birikimine ayırdıkları belirtilmektedir.⁹⁰

2.4. Sermaye Hareketleri ve Para Arzı

Sermaye hareketlerinin parasal büyüklüklere ve para politikalarına doğrudan etkileri bulunmaktadır. Sermaye girişlerinin parasal büyüklükler üzerindeki etkisi, para arzında yol açacağı genişleme ile ölçülmektedir. Sermaye hareketlerinin para arzı üzerindeki etkisini sabit kur sistemi ve esnek kur sistemi bağlamında incelemek mümkündür. Döviz kurunu etkileme ve özellikle sabit kur sistemi içinde belli bir

⁹⁰ Yeldan, a.g.e., s.20.

kuru koruma çabaları, ödemeler dengesi açık veya fazlalıklarına bağlı olarak parasal taban ve dolayısıyla para arzında değişmeler olmasını kaçınılmaz kılmaktadır.⁹¹ Bilindiği gibi, net dış varlıklar ile net iç varlıkların toplamı parasal tabanı, parasal tabanın para çoğaltımı ile çarpımı ise para arzını vermektedir.

Sermaye girişlerinde meydana gelen artış, döviz arzını arttırmakta ve sabit döviz talebi karşısında döviz arzında meydana gelen artış, kurları düşürücü yönde baskı yapmaktadır. Sabit kur sistemi varsayımı altında, döviz şeklinde ülkeye giren yabancı fonlar, döviz kurunun sabitliğinin korunması için merkez bankaları tarafından satın alınarak, piyasaya ulusal para arz edilmektedir. Merkez bankaları tarafından yapılan döviz alış işlemi, merkez bankası bilançosundaki net dış varlıklar kaleminin en önemli bileşenlerinden biri olan uluslararası rezervleri arttırması nedeniyle net dış varlıklarda bir artışa yol açacak, bu da para tabanı ve dolayısıyla ülkedeki para arzını arttıracaktır.⁹²

Ancak sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki bu genişletici etkisinin, merkez bankaları tarafından uygulanan sterilizasyon politikası ile önlenmesi mümkündür. Merkez bankalarının dövizle yapılan müdahalenin para arzı üzerindeki etkisini giderecek (tersine çevirecek) işlemleri eşanlı ya da kısa bir zaman içinde gerçekleştirmeleri sterilizasyon veya müdahalenin sterilizasyonu olarak tanımlanırken; merkez bankalarının para arzı üzerindeki etkilerini önleyici işlemler olmaksızın yapacağı döviz müdahaleleri ise sterilizasyon dışı veya sterilize edilmemiş demektir.⁹³

Sterilize edilen döviz müdahalelerinde, müdahalenin para arzı üzerinde yaratacağı etkiyi ortadan kaldırmak üzere, APİ ile ters yönlü işlemler gerçekleştirilmektedir. Sermaye girişlerinin para tabanını ve dolayısıyla para arzını arttırdığı bir durumda, para tabanında meydana gelen bu artışı sterilize etmek için, APİ ile piyasada yerli borçlanma senetleri satılıp, ulusal para çekileceğinden, bu

⁹¹ Güran, a.g.e., s.161.

⁹² Nur Keyder, **Para: Teori, Politika, Uygulama**, Geliştirilmiş 10.b, Ankara: Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım, 2005, s.252.

⁹³ Lucio Sarno and Mark P. Taylor, "Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work?", **Journal of Economic Literature**, Volume: 39, September 2001, s.841.

işlem sonucunda merkez bankasının net iç varlıkları azalacak ve böylece para tabanı da azalarak müdahaleden önceki düzeyine gelmiş olacaktır.⁹⁴ Sterilize edilmemiş müdahalede ise, merkez bankaları, sermaye girişleri nedeniyle artan yabancı parayı ulusal para karşılığında satın almakta ancak bu işlem sonucunda artan para arzına müdahale etmemektedir. Böyle bir politika, ulusal paranın değer kazanmasını önleyebilir ancak para arzını arttıracığından enflasyonist baskıyı şiddetlendirebilir.⁹⁵ Esnek kur sisteminde döviz kurları piyasadaki arz ve talep tarafından belirlenmektedir ve merkez bankalarının döviz piyasasına herhangi bir müdahalesi yoktur. Buna göre, döviz piyasasının işleyişine resmi müdahalelerin yapılmadığı tam esnek kur sisteminde, sermaye girişleri nedeniyle döviz kuru düşmekte (ulusal para değer kazanmakta) ancak bunun herhangi bir parasal etkisi söz konusu olmamaktadır.

Sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki etkisini ortaya koymak amacıyla yaptığımız bu açıklamalar, sermaye akımlarının serbest olduğu bir ekonomide, izlenecek para politikasının niteliğinin uygulanan kur sistemine göre değiştiğini göstermektedir. Bu bağlamda, merkez bankasının kuru savunmak amacıyla yaptığı müdahalelerin para arzını etkilemesi nedeniyle, sabit kur sistemi uygulanan ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ülkede, hükümetlerin para arzı üzerindeki denetimleri kaybolmakta yani, bağımsız bir para politikası izleme olanakları ortadan kalkmaktadır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu, esnek kur rejimi uygulanan bir ülkede ise, merkez bankalarının para arzını belirleme ve denetim güçleri artmakta, diğer bir deyişle bağımsız para politikası uygulama olanağı söz konusu olabilmektedir.

Bu durum, Frankel (1999) tarafından ortaya atılan ve ekonomi politikasını yönetenlerin aynı anda gerçekleşmesi mümkün olmayan amaçlarla karşı karşıya kaldıklarını ifade eden imkansız üçleme (impossible trinity) hipotezinden yola çıkılarak daha açık bir şekilde ortaya konulabilir. İmkansız üçleme hipotezine göre, ekonomi politikasını yönetenler, aynı anda üç politikadan ancak ikisini

⁹⁴ Arzu Ağcaer, “Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği:Türkiye Üzerine Bir Çalışma”, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara:TCMB Piyasalar Genel Müd., 2003, s.10.

⁹⁵ Nejla Adanur Aklan, “Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri, Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:7, Mayıs 2002, s.43.

uygulayabilirler: i) uluslararası sermaye hareketlerinde serbestlik, ii) sabit döviz kuru politikası, iii) bağımsız para politikası. Bu amaçlardan ikisini gerçekleştirmek için birisinden vazgeçilmesi gerekmektedir. Diğer bir deyişle, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ekonomilerde, parasal yetki kurumlarının, aynı anda hem sabit kur sistemi (döviz kuru istikrarı) hem de ulusal hedeflere yönelik bağımsız bir para politikası uygulaması mümkün değildir.⁹⁶

Sermaye hareketleri serbestisinden hareket edildiğinde, hükümetin sabit kur rejimini tercih etmesi durumunda para politikasını denetiminde tutması olanaksızdır. Benzer şekilde, bağımsız para politikasının tercih edildiği bir ekonomide ise, sabit döviz kuru sisteminden vazgeçilerek, esnek kur sisteminin uygulanması gerekmektedir.⁹⁷ İşte, uluslararası sermaye hareketlerinin büyük ölçüde serbestleştiği günümüzde, ülkelerin sabit kur sisteminden ya da bağımsız para politikası uygulamalarından vazgeçmesi zorunlu hale gelmektedir.

2.5. Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi

Sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerde cari işlemler hesabının açık vermesi durumunda, net sermaye girişlerinin büyük bir bölümü cari açığın finansmanı amacıyla kullanılmaktadır. Yani, sermaye girişlerinin artması, cari açığın finansmanını kolaylaştıran bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Ancak günümüzde sermaye akımlarının hacminde meydana gelen artışlar, cari açığı aşan boyutlarda sermaye girişlerine neden olmaktadır.

Sermaye girişlerinde meydana gelen artışlar, kurlar üzerinde yarattığı baskı nedeniyle cari işlem açıklarını arttırmaktadır. Sermaye girişlerinde meydana gelen artış döviz arzını artırarak kurları düşürmekte yani, ulusal paranın değer kazanmasına neden olmaktadır. Ulusal paranın değerlenmesi ise; ihraç mallarının fiyatlarını uluslararası piyasalara göre yükselttiğinden ihracatın azalmasına, ithal

⁹⁶ İsmail Şiriner, **Finansal Küreselleşme: Para ve Maliye Politikalarında Dönüşüm**, 1.baskı, İstanbul:Telos Yayıncılık, Ekim 2008, s.94.

⁹⁷ Şiriner, a.g.e., s.95

mallarını yurtiçinde üretilen mallara göre ucuzlattığından ithalatın artmasına yol açarak dış ticaret ve dolayısıyla cari işlem açıklarını arttırmaktadır.⁹⁸

Ulusal paranın değerlenmesi olgusunun dış ticaret üzerindeki etkileri çok önemlidir. Ulusal paranın değerlenmesi ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmakta, ucuzlayan ithalat nedeniyle ithalat hacmi ve ekonominin ithalata olan bağımlılığını artmaktadır. Böylece, hızla büyüyen dış ticaret açıkları, ülkelerin cari işlemler açıklarının artmasına yol açmaktadır. Birçok GOÜ uluslararası rekabet gücünü teknolojik gelişme ve verimlilik artışı gibi yapısal faktörlere oturtamadığından, bu ülkelerde fiyata dayalı rekabet gücü hala çok önemlidir. Bu nedenle, özellikle GOÜ’lerde ulusal paranın değerlenmesi uluslar arası rekabet gücünü olumsuz etkileyen temel faktörlerdendir.⁹⁹ Cari işlem açıklarının en önemli nedeninin dış ticaret açıkları olduğu dikkate alındığında, sermaye girişlerinin, ihracat ve ithalat üzerinde yarattığı olumsuz etkilerin giderilmesine yönelik önlemler alınması gerekmektedir.

İthalatın artış sürecinde önem kazanan olgu, ithal mallarının bileşimidir. Bu bağlamda, kalkınmaya yönelik yatırım malları ithalatının artması, bir sonraki dönemde üretimi arttıracığından, ortaya çıkacak etki olumlu olabilir. Ancak, özellikle GOÜ’lerde sermaye girişleri sonucu artan ithalatın, yatırım malları yerine lüks tüketim mallarına yönelmesi ekonomiyi olumsuz şekilde etkileyebilmektedir. Dış ticaret dengesi üzerinde olumlu etki yaratabilmesi için, sermaye girişlerinin büyük ölçüde ihracata yönelik yatırımları finanse etmesi gerekmektedir. Ancak, sermaye girişlerine neden olan yüksek faiz oranları ve ulusal paranın değerlenmesinin yarattığı belirsizlik, özel sektörün bu tür yatırımlar konusunda, isteksiz ve çekingen davranmasına neden olabilir. Bunun dışında, ulusal paranın değeri yüksek iken artan ithalatın ülke piyasalarına soktuğu ve ulusal parayla ucuza gelen yabancı malların GOÜ’lerin kendi sanayileri üzerindeki yıkıcı etkisini de hesaba katmak gerekmektedir.

⁹⁸ Nurhan Yentürk, “Kısa Dönemli Sermaye Girişinin Makroekonomik Dengeler Üzerine Etkileri: Türkiye ve Meksika İçin Bir Uygulama”, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2004, ss. 237-238.

⁹⁹ Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 18.b., İstanbul: Remzi Kitabevi, 2005, s.219.

Sermaye girişleri sonucu ulusal paranın değerlenmesi olgusunun dış ticaret ve dolayısıyla cari işlemler dengesi üzerindeki etkileri oldukça önemlidir ve yetkililer tarafından dikkatle izlenmesi gerekmektedir. Çünkü, cari açığın giderek artması, devalüasyon beklentilerini güçlendirerek dövize olan talebi hızlandırır ve finansal sistemin kırılganlığını artırır ve böylece kriz beklentilerini güçlendiren bir süreci başlatır.

2.6. Finansal Derinleşme ve Gelişme

Finansal derinleşme kavramı, finansal sistemin büyüklüğüne ve/veya ödünç verilebilir fon arzına bağlı bir kavramdır. Diğer bir deyişle, finansal sistem ne kadar büyükse ve/ veya ödünç verilebilir fon arzı ne kadar yüksekse finansal derinliğin o kadar fazla olduğu söylenebilir. Bir ülkede finansal derinliğin artmasındaki en önemli olgu, finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesidir. Finansal serbestleşme gerek tüketim-tasarruf kararlarını tasarruf yönünde etkileyerek, gerekse yastık altında saklanan tasarrufları finansal sistem içerisine çekerek, ödünç verilebilir fon arzını arttırabilmektedir. Finansal derinlik karşılaştırmaları yapılırken gösterge niteliğinde çeşitli büyüklüklerin GSMH'ye veya GSYİH'ye oranları kullanılmaktadır. Bunlar arasında yazında en çok kullanılanları M2'nin, M2Y'nin ve toplam finansal varlıkların GSMH'ye oranıdır. Ayrıca toplam yurtiçi krediler/GSMH ve toplam yurtiçi krediler/toplam mevduatlar oranları da finansal derinleşme ve gelişmenin ölçülmesinde kullanılan göstergelerdir.

M2'nin sağlıklı bir finansal derinlik ölçüsü olabilmesi için, ulusal para biriminin gerek ülkedeki değişim aracı ve hesap birimi, gerekse değer saklama fonksiyonlarını tam olarak yerine getiriyor olması gerekmektedir. Aksi halde bu para tanımı, belirtilmek istenen finansal büyüklüğü tam olarak karşılayamayacaktır. Özellikle GOÜ'lerde, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve ulusal paranın konvertibl hale getirilmesi, yaşanan enflasyonist süreçlerle birleşince para politikasının etkisizleşmesi sonucunu doğurabilmektedir. Bu durumda ulusal para değişim aracı, hesap birimi ve özellikle değer saklama fonksiyonunu tam olarak yerine getirememektedir. Bu fonksiyonlar kısmen uluslararası ödeme aracı olarak kullanılan yabancı paralar tarafından yerine getirilmektedir ki, bu da para ikamesi veya

dolarizasyon olarak adlandırılan süreci ortaya çıkarmaktadır. Bu bağlamda, Türkiye gibi para ikamesinin yaygın olduğu yani yerli para yanında yabancı paraların ve yabancı paralar cinsinden tanımlanan finansal araçların da kullanıldığı ülkelerde, finansal sistemin büyüklüğünü ve derinliğini belirlemede, M2 tanımına döviz tevdiat hesaplarının eklenmesiyle bulunan M2Y, M2'ye göre daha kapsayıcı bir ölçü olarak karşımıza çıkmaktadır.¹⁰⁰

Uluslararası düzeyde finansal derinleşme göstergelerine bakıldığında, ülkeler arasındaki gelişmişlik farklarına bağlı olarak, finansal piyasaların da farklı boyutlarda derinlik kazandıkları görülmektedir. Genellikle gelişmiş ülkelerin finansal derinleşme düzeyi GOÜ'lere göre çok daha yüksektir. Bunda, gelişmiş ülkelerdeki finansal piyasaların, finansal kurumların ve finansal araçların oldukça çeşitlenmiş olmasının önemli bir payı bulunmaktadır. Finansal piyasaların derinleşmesinde; ekonominin tasarruf kapasitesi, tasarruf sahiplerinin yatırım tercihleri, banka mevduatlarının getirileri ve ödeme araçlarının kullanımı gibi çeşitli faktörlerdeki değişimler etkili olmaktadır.

Finansal derinleşme düzeyinin yükselmesi; ülke genelindeki toplam tasarruf oranının ve bunun sonucu olarak finansal tasarrufların artmasına, düşük getirili fiziksel varlıklar şeklinde yapılan tasarrufların finansal varlıklara dönüştürülmesine ve fonların yüksek riskli örgütlenmemiş piyasalardan örgütlü piyasalara kaymasına bağlıdır. Ayrıca, ülke ekonomisinin parasallaşma düzeyi ile finansal sistemin örgütlenmesi de finansal piyasaların derinlik kazanmasında etkili olmaktadır.¹⁰¹

2.7. Sermaye Hareketleri ve Menkul Kıymet Piyasaları

Ekonomik bütünleşmenin daha çok serbest ticaretle özdeşleştiği 1980 öncesi dönemde, uluslararası sermaye hareketleri genel olarak banka kredileri, hükümetlerarası krediler ve doğrudan yatırımlar şeklinde gerçekleşmekteydi. Ancak 1982 yılında yaşanan borç krizi, banka kredilerini azaltarak menkul kıymetlere dayalı

¹⁰⁰ B. Bülent Bali ve Mustafa Çelen, "Finansal Piyasalar ile İç Borçlanma Maliyeti İlişkisi: AB Ülkeleri ile Bir Karşılaştırma", Girne: **18. Türkiye Maliye Sempozyumu Tebliğleri**, 13-16 Mayıs 2003, <http://www.marmara.edu.tr/maliyesempozyumu/tebligler/2-3.doc> (20.04.2010), ss.2-4.

¹⁰¹ Tezer Öçal ve Ö. Faruk Çolak, **Finansal Sistem ve Bankalar**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım Ltd. Şti., 1999, ss.272-273.

finansal işlemleri yaygınlaştırmıştır. Bu çerçevede, 1980'li yıllarda uluslar arası sermaye hareketleri üzerindeki denetimlerin kaldırılması ile birlikte portföy yatırımları ağırlık kazanmaya başlamıştır. Bu yıllarda uluslararası yatırımcılar ABD, Japonya, İngiltere, Almanya, Fransa ve İsviçre gibi geleneksel gelişmiş piyasalarda yoğunluk kazanmıştır. Ancak 1990'lı yılların başlarında dünya ekonomisinde başlayan ekonomik durgunluk ve büyümenin yavaşlaması ile gelişmiş piyasalardaki arbitraj olanaklarının düşmesi uluslararası yatırımcıları, daha dinamik ve daha yüksek kazanç fırsatları sunan gelişmekte olan piyasalara yönlendirmiştir. Menkul kıymetlere yönelik sermaye girişlerinin bir bölümü hisse senedi fiyatlarına ilişkin beklentilerden kar etmek amacıyla, bir bölümü de tahvil ve bonoların sağladığı yüksek faiz gelirinden yararlanmak amacıyla gelmektedir. Hisse senetlerine yönelik sermaye girişleri, hisse senetlerine olan talebi arttırarak, hisse senedi fiyatlarını ve buna bağlı olarak borsa endekslerini yükselterek, getirinin artmasına neden olmaktadır. Ayrıca yabancı yatırımcıların girişiyle birlikte işlem hacmi artmakta, bu da borsanın gelişmesine ve derinleşmesine katkıda bulunmaktadır.

Ancak gelişmekte olan sermaye piyasaları, gelişmiş piyasalara kıyasla daha sığ piyasalardır. Bu piyasalarda işlem gören şirket sayısı ve işlem hacmi gelişmiş piyasalara göre daha düşüktür. Gelişmekte olan piyasaların derinliği fazla olmadığından, dışarıdan borsaya yönelen büyük miktarda alım satım emirleri, fiyat hareketlerinde ani iniş ve çıkışlara neden olabilmektedir.¹⁰² Bu nedenle, yabancı portföy yatırımlarının menkul kıymet piyasalarındaki değişkenliği arttırdığı öne sürülmektedir. Bu görüşün temel dayanağı ise, yabancı yatırımcıların yerli yatırımcılara göre çok büyük fonlara sahip olması nedeniyle zaten sığ olan piyasaların bu tutarlardan önemli ölçüde etkilenmesidir.¹⁰³ Hisse senetlerine yönelik sermaye girişleri genellikle, hisse senedi fiyatlarındaki artış eğiliminin süreceği ve döviz kurunda bir artış olmayacağı beklentisine bağlıdır. Ancak bu beklentiler zayıfladığında, sermaye girişleri yerini kitlesel çıkışlara bırakabilmektedir.¹⁰⁴ Bu durum ise borsa üzerinde büyük bir satış baskısı yaratarak, hisse senedi fiyatları ve borsa endeksinin düşmesiyle sonuçlanmaktadır.

¹⁰² Tezcanlı vd., a.g.e., ss.1-2, 10, 47.

¹⁰³ Mustafa Özçam, "Türk Sermaye Piyasalarının Profili: Kriz Eğilimi Açısından Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", Ankara: **SPK Araştırma Raporu**, 30.11.1999, s.11.

¹⁰⁴ Gülten Kazgan, **Tanzimattan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi: Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye**, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2002, s.173.

Gelişmekte olan sermaye piyasalarının, gelişmiş ülke yatırımcıları açısından bazı çekici yönleri bulunmaktadır. Özellikle Güneydoğu Asya'da ve Latin Amerika'daki gibi bazı GOÜ'ler, ekonomileri daralma eğilimi gösteren gelişmiş ülke ekonomilerinden daha hızlı büyüdüğünden, bu ülkelerde ortalama getiri daha yüksektir. Ayrıca yeni gelişen sermaye piyasalarının birbirleriyle ve gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarıyla korelasyonlarının düşük olması, yeni gelişen sermaye piyasalarının portföy çeşitlendirmesi konusundaki önemini arttırmaktadır. Son olarak gelişmekte olan sermaye piyasalarının etkin işlememesi, bazı menkul kıymetlerin ucuza alınmasını olanaklı kılabilir. Bunların dışında, yabancı sermayenin gelişmekte olan sermaye piyasalarına yönelmesi, sermaye akışının olduğu GOÜ'de, ekonominin güçlü olduğu veya olacağı anlamına geldiğinden yerel yatırımcıların da ilgisini çekerek, hisse senedi satın alma yönündeki güvenlerini arttırıcı bir etki yapmaktadır. Yabancı yatırımcıların ileri teknikler kullanarak portföylerini oluşturdukları ve bu nedenle de yapmış oldukları seçimlerin daha sağlıklı olduğu görüşüne sahip olan yerli yatırımcılar da, kendi portföylerini yabancıların portföyelerine benzer şekilde oluşturmaya çalışmaktadırlar.¹⁰⁵

Buna karşılık, GOÜ'lerin sermaye piyasalarında yatırım yapmayı caydıran bazı faktörler bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi, gelişmekte olan piyasaların likiditesine güvenilememesidir. Gelişmiş ülke yatırımcıları GOÜ'lerdeki firmalar hakkında, kendi ülkelerinde alışmış oldukları bilgileri de kolayca edinmemektedirler. Ayrıca, yabancı bir ülkenin özellikle de gelişmekte olan bir ülkenin hisselerine yatırım yapmasının; vergi politikası değişikliği, ülkenin ekonomik performansının kötüleşmesi ve devalüasyon riski gibi, iştirak edilen firmanın kendisinden bağımsız başka riskleri de bulunmaktadır.

¹⁰⁵ Turhan Korkmaz, "Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü", **İMKB Dergisi**, Cilt:5, Sayı:17, 2001, s.74.

3. GOÜ'LERE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİNİN HACMİ VE FİNANSAL KRİZLER

GOÜ'lerde yaşanan finansal serbestleşme süreci ve onun bir parçası olarak sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması ile uluslararası sermaye hareketlerinin hacminde önemli artışlar yaşanmaya başlamıştır. Ancak uluslar arası sermaye akımlarındaki hareketliliğin önemli miktarda arttığı 1990'lı yıllar, aynı zamanda birçok GOÜ'de ard arda şiddetli finansal krizlerin yaşandığı bir dönem olmuştur. Yaşanan krizler öncelikle krizin ilk ortaya çıktığı ülkeyi, ardından da finansal serbestliğin artmasının bir sonucu olarak bulaşma etkisi ile birçok GOÜ'yi etkisi altına almıştır. Yaşanan bu gelişmeler nedeniyle, sermaye giriş çıkışlarındaki artışların makroekonomik göstergeleri olumsuz yönde etkileyerek, istikrarsızlık yarattığı ve finansal krizlerin oluşmasında ve derinleşmesinde önemli bir rol oynadığı yönündeki görüşler sıkça dile getirilmeye başlanmıştır.

3.1. GOÜ'lere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Hacmi

Finansal piyasalarda, özellikle 1990'lı yılların ilk yarısında hız kazanan serbestleşme olgusu, dünya üretim ve ticaretinin çok üzerinde para hareketlerine neden olmuş ve bu dönemde GOÜ'lere yönelik sermaye hareketleri büyük bir hızla artmıştır. GOÜ'lere yönelik bu sermaye akımları esas olarak yükselen piyasalar (emerging markets) olarak adlandırılan yaklaşık 20 ülkede¹⁰⁶ yoğunlaşmıştır.¹⁰⁷

GOÜ'lere akan uluslararası sermaye hareketlerinin hacminde 1980'li yıllardan sonra önemli artışlar olmakla birlikte, sermaye hareketlerinin hacmi özellikle 1990'lı yıllardan sonra büyük bir sıçrama göstermiştir. GOÜ'lere yönelik sermaye akışının yoğunlaşması ve boyut kazanması aslında sadece 1990'lı yıllara özgü bir gelişme değildir. Örneğin, 1970'li yıllarda da buna benzer bir yoğunlaşma yaşanmıştır. Ancak iki dönemde sermaye hareketlerini uyaran etkenler ve süreci besleyen kaynaklar birbirinden oldukça farklıdır. 1970'li yıllarda petrol krizi sonucu gelişmiş ülkelerde biriken petro dolarların uluslararası finans sistemine yeniden sokulması,

¹⁰⁶ Arjantin, Brezilya, Sili, Kolombiya, Mısır, Hindistan, Endonezya, Malezya, Meksika, Pakistan, Peru, Filipinler, Güney Kore, Güney Afrika, Tayland, Türkiye.

¹⁰⁷ Insel ve Sungur, a.g.e., s.3.

GOÜ'lere hacimli bir sermaye girişi sağlarken, 1990'lı yıllarda sermaye akışını hızlandıran etken, uluslararası sermayenin ulusal piyasalardaki faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizlikten kaynaklanan arbitraj kazancı güdüsüdür. Sermaye hareketlerini uyaran etkenlerin farklılaşması, aynı zamanda bu ülkelere yönelen sermayenin niteliğinin, kanallarının ve ekonomiler üzerinde yarattığı etkilerin de 1970'li yıllardan farklı olmasına yol açmıştır. Daha önceki dönemlerde ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereksinimini karşılama işlevi yüklenen sermaye hareketleri, 1990'lı yıllarda bu işlevinden uzaklaşarak, daha çok arbitraj kazancı kovalayan, spekülâtif nitelikli para hareketlerine dönüşmüştür. Bu nitelik değişimine paralel olarak bu dönemde ortaya çıkan sermaye akımlarının vadesi kısalmış, daha akışkan ve hareketli bir duruma gelmiştir. GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin 1990'lı yıllarda hacim olarak artmasının yanı sıra resmi kanallardan özel kanallara kaymış olması da bu dönemde sermaye hareketlerinin gösterdiği en önemli değişimlerden birisidir. Bretton Woods sisteminde uluslararası sermaye akımları, büyük ölçüde resmi borçlanmalardan kaynaklanan ve bu kanaldan, genellikle plan, proje ya da dengesizliklerin finansmanına yönlendirilen hareketleridir. Bu çerçevede, GOÜ'lerin uluslar arası piyasalara girişi ya olanaksız ya da çok sınırlı düzeyde kalmıştır. Küreselleşme sürecinde finansal sistemlerin serbestleşmesi ve ardından da ulusal finans piyasalarının bütünleşmesi GOÜ'lerin uluslararası piyasalara girebilme olanaklarını arttırarak, sermaye hareketlerinin resmi kanallardan piyasalara taşınmasına yol açmıştır.

GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin son yıllarda resmi kanallardan özel kanallara kaymış olması, kuşkusuz küreselleşme sürecinin ürettiği bir sonuçtur ve bu süreçte uluslararası finans piyasalarının GOÜ'leri ve yeni gelisen piyasaları da kapsayacak biçimde bütünleşmiş olması, sermaye hareketlerinin rolünü ve ağırlığını arttırmıştır.¹⁰⁸

Tablo 1, GOÜ'lere yönelik net sermaye hareketlerinin hacmini ve bu fonların bölgeler arasındaki dağılımını göstermektedir. Uygulanan finansal serbestleşme politikaları sonucu uluslararası sermayenin önündeki kısıtlamaların kaldırılmasıyla, uluslararası finans piyasalarındaki genel eğilime paralel olarak, GOÜ'lere yönelik

¹⁰⁸ Berksoy ve Saltoğlu, a.g.e., s.16-18.

özel sermaye hareketleri artarken, resmi sermaye hareketleri azalış göstermiştir. 1984-1989 döneminde GOÜ'lere giriş yapan yıllık ortalama net resmi sermaye akımı 23,9 milyar dolar ve net özel sermaye akımı 15,2 milyar dolarken, 1990-1996 döneminde net resmi sermaye akımı 15,3 milyar dolar düzeyine gerilemiş, net özel sermaye akımı ise 148,1 milyar dolar düzeyine yükselmiştir.

Ayrıca 1990-1996 döneminde GOÜ'lere yönelik net özel sermaye girişlerinde en fazla artış, doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarında sağlanmıştır. 1984-1989 döneminde GOÜ'lere giriş yapan portföy yatırımı kaynaklı net sermaye miktarı, yıllık ortalama 4,7 milyar dolar iken, 1990-1996 döneminde 54,1 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır. 1994 yılında GOÜ'lere yönelik net sermaye girişi 160 milyar dolar civarında iken, sonraki yıllarda da artış eğilimini sürdürerek 1995 yılında 192 milyar dolara, 1996 yılında ise 217,8 milyar dolara yükselmiştir.

Tablo 1: Yükselen Piyasalar ve GOÜ'lere Yönelik Net Sermaye Akımları

(Milyar Dolar)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Toplam												
Net özel sermaye akımları ²	217,8	177,6	61,2	75,4	74,8	79,5	89,8	168,6	241,9	251,8	231,9	605,0
-Net doğrudan yatırımlar	116,0	144,0	159,8	177,3	171,3	186,3	157,2	166,2	188,7	259,8	250,1	309,9
-Net portföy yatırımları	85,0	62,8	34,1	60,7	15,9	-78,7	-92,2	-13,2	16,4	-19,4	-103,8	48,5
-Diğer net yatırımlar	16,8	-29,2	-132,7	-162,6	-112,2	-27,1	25,1	17,1	38,5	13,3	87,5	248,8
Net resmi akımlar	-5,1	48,3	39,1	13,0	-33,9	0,9	-0,6	-50,0	-70,7	-109,9	-160,0	-149,0
Afrika												
Net özel sermaye akımları ²	9,1	4,0	9,2	9,9	1,7	6,5	5,7	7,0	16,0	30,5	39,6	47,1
-Net doğrudan yatırımlar	3,6	7,9	6,3	8,6	7,7	23,2	14,4	17,8	16,6	23,6	21,5	32,0
-Net portföy yatırımları	2,8	7,0	4,3	9,1	-2,1	-7,9	-1,6	-0,4	5,8	3,7	18,5	11,5
-Diğer net yatırımlar	2,7	-10,9	-1,4	-7,8	-3,8	-7,9	-6,7	-9,0	-4,8	5,1	1,5	5,8
Net resmi akımlar	-3,0	3,3	3,9	1,8	1,5	1,4	4,3	1,4	-1,2	-5,3	-18,2	-1,6
Orta ve Doğu Avrupa												
Net özel sermaye akımları ²	25,6	21,8	27,1	36,9	38,6	11,1	53,7	53,3	74,3	118,1	120,4	170,5
-Net doğrudan yatırımlar	10,4	11,6	19,3	22,8	23,5	24,0	24,5	17,0	36,0	51,5	64,7	73,2
-Net portföy yatırımları	1,3	5,4	-1,2	5,7	3,8	0,9	2,1	8,0	28,4	21,5	9,9	-6,8
-Diğer net yatırımlar	13,9	4,8	9,1	8,5	11,4	-13,8	27,2	28,2	10,0	45,1	45,8	104,2
Net resmi akımlar	-	-2,8	1,0	-2,5	1,6	6,0	-7,5	-4,8	-6,0	-8,1	-4,6	-2,6
Bağımsız Devletler Top.												
Net özel sermaye akımları ²	-7,9	16,3	-8,6	-13,3	-27,4	6,9	15,6	18,4	6,7	32,5	57,9	115,1
-Net doğrudan yatırımlar	4,9	5,9	5,6	4,7	2,3	4,9	5,2	5,4	13,0	11,3	23,5	16,7
-Net portföy yatırımları	-0,1	17,6	0,4	-0,9	-10,0	-1,2	0,4	-0,5	8,1	-4,7	12,5	7,7
-Diğer net yatırımlar	-12,7	-7,2	-14,6	-17,1	-19,7	3,2	10,0	13,5	-14,5	25,8	21,9	90,7
Net resmi akımlar	10,9	8,5	1,5	-2,0	-5,8	-5,0	-10,5	-9,3	-7,4	-20,3	-29,7	-4,2
Yükselen Asya³												
Net özel sermaye akımları ²	118,6	34,0	-53,6	0,2	5,3	23,0	23,6	64,5	146,6	90,8	47,9	193,5

(Devam Tablo 1.)

-Net doğrudan yatırımlar	53,4	56,5	56,9	70,9	60,8	53,2	53,4	70,3	64,1	103,9	97,4	90,5
-Net portföy yatırımları	32,0	6,3	9,0	54,1	19,7	-50,1	-60,0	7,5	13,4	-9,3	-110,7	18,4
-Diğer net yatırımlar	33,1	-28,8	-119,5	-124,9	-75,2	19,9	30,3	-13,2	69,1	-3,8	61,2	84,6
Net resmi akımlar	-13,2	25,2	18,9	1,6	-1,9	-13,1	2,8	-18,0	-13,4	-21,0	-22,6	-38,0
Orta Doğu⁴												
Net özel sermaye akımları ²	2,0	9,6	14,8	-4,4	-5,3	-7,4	-22,3	2,3	-17,0	-56,7	-43,4	-21,0
-Net doğrudan yatırımlar	4,1	5,2	9,5	4,3	6,0	12,3	9,2	17,5	10,1	18,2	15,3	20,4
-Net portföy yatırımları	1,0	-2,7	-4,0	-8,5	3,0	-12,6	-17,6	-17,3	-20,7	-36,0	-20,1	-14,0
-Diğer net yatırımlar	-3,1	7,2	9,2	-0,1	-14,2	-7,1	-13,8	2,1	-6,3	-38,9	-38,6	-27,4
Net resmi akımları	7,4	6,7	-0,2	8,1	-23,5	-13,9	-8,1	-24,2	-33,7	-24,4	-66,4	-103,6
Latin Amerika												
Net özel sermaye akımları ²	70,4	91,9	72,3	46,1	61,9	39,3	13,6	23,0	15,2	36,7	9,5	99,7
-Net doğrudan yatırımlar	39,6	56,9	62,2	66,1	71,0	68,7	50,6	38,1	48,9	51,3	27,8	77,0
-Net portföy yatırımları	47,9	29,2	25,6	1,3	1,5	-7,9	-15,3	-10,6	-18,6	5,4	-14,0	31,8
-Diğer net yatırımlar	-17,1	5,8	-15,5	-21,3	-10,6	-21,4	-21,7	-4,5	-15,0	-20,0	-4,3	-9,1
Net resmi akımlar	-7,2	7,3	14,0	5,9	-5,8	25,5	18,4	4,9	-8,9	-30,9	-18,6	1,0

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, September 2004, September 2006, April 2008.

Tablo 1'e bakıldığında, 1996 yılından sonra GOÜ'ler ve gelişen piyasalara yönelik sermaye girişlerinin azaldığı görülmektedir. Özellikle 1997 yılında Güneydoğu Asya'da ve 1998 yılında Rusya'da yaşanan finansal krizler, gelişmekte olan piyasalara duyulan güveni azaltarak, bu piyasalardan önemli miktarda sermaye çıkışına neden olmuştur. Yükselen piyasalar ve GOÜ'lere yönelik net sermaye girişleri 1996 yılında 217,8 milyar dolar iken, 1997 yılında 177,6 milyar dolara, 1998 yılında ise 61,2 milyar dolara düşmüştür. Krizden en fazla etkilenen Asya ülkelerine yönelik net sermaye girişi 1996 yılında 118,6 milyar dolar düzeyinde iken, yaşanan krizin etkisiyle 1997 yılında 34 milyar dolara düşmüş, 1998 yılında ise durum daha da kötüleşerek, sermaye girişleri 53,6 milyar dolarlık net sermaye çıkışına dönmüştür. 1999 yılında doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarında meydana gelen artış Asya ülkelerinin toparlanmalarına yardımcı olmakla birlikte, risk algılamasının sürmesi nedeniyle 1999 yılında sadece 0,2 milyar dolarlık sermaye girişi gerçekleşmiştir.

Finansal serbestleşmeyle sürecinde sermaye akımları resmi kanallardan özel kanallara kaymış olmakla birlikte, kriz dönemlerinde resmi nitelikli sermaye girişlerinin arttığı gözlenmektedir. Kriz yaşayan ülkelere IMF ve Dünya Bankası kaynaklı resmi sermaye akışı nedeniyle, 1997-1999 döneminde resmi nitelikli sermaye girişleri artış göstermiştir. Asya ve Rusya krizlerinin uluslar arası

piyasalarda yarattığı daraltıcı etki nedeniyle, 1997-2002 döneminde yükselen piyasalar ve GOÜ'lere yönelik sermaye akışı büyük ölçüde yavaşlamıştır. Söz konusu ülkelere yönelik net sermaye girişi 2000 yılında 74,8 milyar dolar, 2002 yılında ise 89,8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılından itibaren artış hızı yeniden yükselen sermaye akımları, 2004 yılında net 241,9 milyar dolara, 2005 yılında ise 251,8 milyar dolara yükselmiştir. 2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında, Amerikan Merkez Bankasının faiz oranlarını arttırmasıyla başlayan küresel dalgalanma, GOÜ'lerden sermaye çıkışına neden olmuş ve 2006 yılında net sermaye girişi 231,9 milyar dolara düşmüştür. 2007 yılında ise GOÜ'lere yönelik sermaye girişi oldukça yüksek bir artış göstererek 605 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır. Öte yandan, yaşanan krizlerden sonra söz konusu ülkelere giriş yapan sermaye akımları içinde portföy yatırımlarının miktarı azalırken ve genellikle çıkış yönlü bir görünüm sergilerken, doğrudan yatırım miktarının istikrarlı bir artış eğiliminde olması da dikkat çekici bir gelişmedir.

Genel olarak bakıldığında, GOÜ'lere ve yükselen piyasalara yönelik net sermaye akışından en çok yararlanan ülkelerin Asya ve Latin Amerika ile Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri olduğu görülmektedir. Ancak, 1997 yılından sonra Asya ve Latin Amerika ülkelerine yönelik sermaye akımları istikrarsız bir görünüm sergilerken, Türkiye'nin de içinde bulunduğu Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine yönelik sermaye akımları daha istikrarlı bir artış göstermiştir. 2007 yılında ülke grupları itibariyle giriş yapan net sermaye miktarlarına bakıldığında; Asya ülkelerine 193,5 milyar dolar, Latin Amerika ülkelerine 99,7 milyar dolar, Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine 170,5 milyar dolarlık sermaye girişi gerçekleşmiştir.

Gelişen piyasalar ve GOÜ'lere yönelik sermaye akımları, 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerden önemli ölçüde etkilenmiş ve krizler bulaşma etkisi yaratarak söz konusu ülkelere büyük miktarda sermaye çıkışlarına yol açmıştır. Tablo 1'deki veriler, gelişen piyasalar ve GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının hacim olarak artmasına karşılık, artış hızında istikrar olmadığını göstermektedir. Sermaye hareketlerinde kırılma noktası olarak değerlendirilebilecek olan 1997 Asya krizi, bu

akımları sekteye uğratmış ve hacminde bir daralmaya neden olmuştur¹⁰⁹. Asya ve Rusya krizleri, gelişen piyasalara yönelik endişeleri ve risk algılamasını arttırarak Asya ülkeleri başta olmak üzere bütün GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarını, özellikle de portföy yatırımlarını azaltmıştır. Bu bağlamda, 2000'li yıllarda GOÜ'lere yönelik sermaye girişlerinin oldukça büyük bir bölümü, uzun dönemli ve istikrarsızlık yaratmayan doğrudan yatırımlardan oluşmaktadır.

2006 yılında yaşanan küresel dalgalanmanın, gelişen piyasalar ve GOÜ'leri sınırlı düzeyde etkilediği, daha önce yaşanan krizler gibi derinleşmediği dikkati çekmektedir. Bunda, 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerden sonra, söz konusu ülkelerin temel makroekonomik göstergelerinde meydana gelen iyileşmenin ve döviz rezervlerinin yüksekliğinin etkili olduğu ifade edilmektedir. Ayrıca, tek bir ülke ya da bölgeye yönelik algılamalarda, kendi kendini besleyen kriz süreci daha hızlı işleyerek daha derin etkiler doğurduğundan, 2006 yılında meydana gelen kriz benzeri bu sürecin derinleşmemesinde, tek bir ülke veya benzer ekonomik sistem içerisinde bulunan bir bölgeden kaynaklanarak ortaya çıkmaması da etkili olmuştur¹¹⁰. Ancak, ABD ipotekli konut finansmanı piyasasında, 2007 yılında başlayan ve halen devam eden sorunların, gelişmekte olan ekonomiler üzerindeki etkileri belirsizliğini korumaktadır. 2007 yılının ikinci yarısından itibaren finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmanın, uluslararası sermaye hareketlerinin sınırlanmasına neden olabileceği belirtilmektedir. Bu bağlamda, Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF), 2002 yılından itibaren belirgin bir artış gösteren yükselen piyasa ekonomilerine yönelik net özel sermaye girişinin, 2008 yılında bir miktar azalacağını öngörmektedir. IIF'nin, sermaye girişlerindeki azalmanın sınırlı düzeylerde kalacağı öngörüsünde, yükselen piyasa ekonomilerinin ekonomik performansları sonucu yabancı yatırımcılar için hala çekici olmaları, ABD'de faiz oranlarının düşüşü ve aynı zamanda birçok yükselen piyasa ekonomisinde artan enflasyonist baskılar sonucu faizlerin görece yüksek seviyesini koruması ile küresel kredi piyasasındaki dalgalanmaya karşın, bu ekonomilere banka kredilerinin düzenli bir şekilde yönelmesi etkili olmuştur.¹¹¹

¹⁰⁹ Ulusoy ve Birol Karakurt, a.g.m., s.110.

¹¹⁰ Burçhan Sakarya, "Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları", **BDDK Çalışma Tebliği**, Sayı:2, Nisan 2008, <http://www.bddk.org.tr> (01.05.2010), s.21.

¹¹¹ BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu/Aralık 2007**, Sayı:8, s.8.

3.2.Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler Arasındaki İlişki

1990'lı yılların başlarında yoğunluk kazanan serbestleşme hareketleri sonucunda, sınırlayıcı yasal düzenlemelerin ortadan kalkması ve finans piyasaları üzerindeki denetimlerin zayıflaması, bir yandan yeni finansal araçların ve yöntemlerin geliştirilmesine neden olmuş, diğer yandan da sermayenin ülkeler arasında serbest şekilde hareket etmesi sonucunu doğurarak, finansal piyasalar ve kurumların birbirleriyle bütünleşmesine olanak sağlamıştır. Bu süreçte, gelişmiş ülkeler uyguladıkları serbest ekonomik politikalarla finansal piyasaların gelişmesini ve dış dünya ile bütünleşmesini sağlamaya çalışırken, GOÜ'ler de büyüme ve kalkınmanın finansmanının sağlanabilmesi için hızı ve değişkenliği artan uluslararası sermaye akımlarıyla karşı karşıya kalmışlardır¹¹². GOÜ'lerin yurtiçi tasarruf açıklarını kapatmak ve bu yolla ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmek için dış finansal kaynaklara duydukları ihtiyaç, bu ülkelerin, finansal sermayeye, diğer ülkelerde elde edebileceklerinden daha yüksek getiriler sunmalarını gerektirmiş ve bu bağlamda uygulanan yüksek reel faiz politikası, sermaye akımlarının GOÜ'lere yönelmesini hızlandırmıştır. Ayrıca, gelişmiş ülke yatırımcılarının GOÜ'lerdeki cazip yatırım olanaklarını değerlendirme istekleri ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik politikaların genel kabul görmesi de, GOÜ'lere yönelen sermaye akımlarının artarak sürmesine neden olmuştur¹¹³.

Bu süreçte, hızla büyüyen hacminin yanı sıra görece daha kısa vadeli ve spekülâtif bir niteliğe bürünen ve resmi kanallardan özel piyasalara kayan sermaye hareketleri, bu özellikleriyle, finansal sistemlerindeki zayıflıklar ve kırılgan makroekonomik yapıları nedeniyle en fazla GOÜ ekonomileri üzerinde etkili olmuştur¹¹⁴. 1990'lı yıllarda kısa aralıklarla; Meksika'da (1994), Güneydoğu Asya'da (1997), Rusya'da (1998), Brezilya'da (1999), Türkiye'de (1994-2001) ve Arjantin'de (2001) finansal piyasalar serbestleştirildikten sonra ortaya çıkan krizler, dikkatleri sermaye hareketleri ile finansal krizler arasındaki ilişkiye yönelterek, konunun yoğun

¹¹² C.Murat Baykal, "Hukuki Boyutlarıyla Finansal Krizler", **Bankacılar Dergisi**, Sayı:60, Mart 2007, s.33.

¹¹³ Salih Öztürk, "Kısa Süreli Sermaye Hareketleri ve Para Politikasına Etkileri: 1980 Sonrası Türkiye Uygulaması", (**Yayınlanmamış Doktora Tezi**), İstanbul Üniversitesi., Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2001, s.14

¹¹⁴ Berksoy ve Saltoğlu, a.g.e., s.1.

olarak tartışılmasına neden olmuştur. Bu bağlamda; büyüyen hacmi, değişen niteliği ve istikrarsız yapısı ile sermaye hareketlerinin, makroekonomik istikrarsızlık yaratarak veya varolan istikrarsızlıkları arttırarak krizlere neden olduğu şeklindeki görüşler sıkça dile getirilmeye başlanmıştır.

1970'lerin petrol şoklarından önceki dönemlerde, GOÜ'ler ithal ikamesi ağırlıklı sanayileşme politikaları uygulamakta ve döviz gelirlerini geleneksel ürünlerin ihracatından ve işçi geliri transferlerinden sağlamaktaydılar. Dış finansman gereksinimlerini, büyük ölçüde, devletten devlete yardımlar ve uluslar arası kuruluşların desteği ile karşıyorlardı. Bu dönemde krizler, genellikle, sık aralıklarla ortaya çıkan döviz darboğazlarından ve üretim için gerekli ithalatın yapılamamasından kaynaklanmaktaydı. Ekonominin dış dengesini yeniden sağlamak için, IMF'nin desteği ile kısa süreli istikrar programları uygulanıyor, para ve maliye politikaları dengeleniyor ve döviz kuru ayarlamaları yapılyordu¹¹⁵.

1980'li yıllara gelindiğinde ise söz konusu ülkelerin büyüme performanslarını sürdürebilmeleri için, dış kaynaklara olan gereksinimleri artmış ve değişen koşullarda, ödemeler dengesi krizleri yerini borç krizlerine bırakmıştır. Küreselleşme süreciyle birlikte GOÜ'ler, dünya ile bütünleşmek ve uluslararası finansal piyasalar yoluyla daha fazla kaynak elde edebilmek amacıyla, önce cari işlemler bilançosunu daha sonra da sermaye hareketlerini serbestleştirmişlerdir. 1990'lı yıllara gelindiğinde, dış ticaret politikalarını serbestleştiren ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaları kaldırarak finans sektörlerini dışa açan GOÜ'lerin çoğunun dış kaynak kullanımları artış göstermiştir. Ancak sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle birlikte GOÜ'lere yönelik kısa vadeli fon giriş-çıkışlarının artması, söz konusu ülkelerin ekonomik performanslarının, finansal sermaye akımlarına karşı aşırı duyarlı bir nitelik kazanmasına neden olarak bu ülkelerin finansal şoklara karşı kırılganlığını arttırmıştır¹¹⁶.

Bu çerçevede, 1990'larda yaşanan finansal krizler, GOÜ'lerin geçmiş dönemlerde yaşadıkları finansal krizlerden farklı özellikler taşımaktadır.

¹¹⁵ Merih Celasun, "Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001", **Doğu-Batı Dergisi**, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak 2001,2002, s.162.

¹¹⁶ Bedestenci ve Kara, a.g.e., s.267.

Beklenmedik zamanlarda, olumsuz bir gelişmeden etkilenerek sermayenin aniden kaçıışı ile başlayan bu krizler, ulusal paranın değer kaybetmesi, mali kurumlar ve şirketlerin bilançolarının bozulması, güvensizliğin yaygınlaşması ve üretimin finanse edilememesi olgularıyla sonuçlanmakta ve kısa zamanda diğer ülkelere de yayılmaktadır¹¹⁷. 1990'lı yıllarda yaşanan krizlerde gözlenen en önemli özellik bulaşıcılık eğilimindeki artıştır. Krizlerin bulaşıcılık eğiliminin artış göstermesinde, sermaye hareketlerinin serbestliği ve GOÜ'lerin pek çoğunun ekonomilerinin ve finansal sistemlerinin benzer özelliklere sahip olması belirleyici olmaktadır. Çünkü, bu ülkelerin birinde veya birkaçında ortaya çıkan sorunlarla tedirgin olan yatırımcılar, hızla benzer özelliklere sahip ülkelere de çıkmakta ve böylece olumsuzluklar diğer ülkelere de yayılabilmektedir.

GOÜ'lerde, 1990'larda gözlenen başlıca finansal krizler, finansal sektörlerin dışa açılarak serbestleştiği ve denetimin yetersiz kaldığı ortamlarda oluşmuştur. Ancak yine de finansal krizler ile yabancı sermaye giriş-çıkışları arasındaki yakın ilişkiyi, yaşanan krizlerin tek nedeninin sermaye hareketleri olduğu biçiminde yorumlamak gerçekçi bir yaklaşım olmamaktadır. Çünkü aslında kriz ortamını yaratan asıl nedenler, söz konusu ülkelerdeki makroekonomik dengesizliklerle ilgilidir. Krizlere yol açan makroekonomik dengesizlikler arasında; yüksek enflasyon, cari işlemler açığı, bütçe açıkları, döviz kuru politikaları, ulusal paranın aşırı değerlenmesi ve bankacılık sistemindeki denetim eksikliği ve sermaye yetersizliği ön planda gelmektedir. Finansal kriz yaşayan ülkelerin en önemli ortak özelliği, kriz öncesinde görülen ithalat patlaması ve cari açığın büyümesidir. Cari işlemler açığının milli gelir içindeki payının %4'ü aştığı durumlar risk olarak belirtilmektedir¹¹⁸. Yaşanan finansal krizlerin tek nedeni olmasa da, finansal serbestleşme politikaları sonucu, ülkelere giriş yapan yabancı sermaye akımlarının hızlanması, ülke içindeki makroekonomik göstergeleri etkileyerek, krizlerin ortaya çıkmasına elverişli bir ortam yaratmaktadır. Ayrıca, kriz ortamında yaşanan belirsizlik ve riskler nedeniyle, zarara uğramamak ya da bu süreçte karlarını arttırmak amacıyla hızla ülkeyi terk eden kısa vadeli sermaye akımları, yaşanan krizin daha da derinleşmesine ve maliyetinin artmasına yol açmaktadır.

¹¹⁷ Celasun, a.g.e., s.164.

¹¹⁸ Halil Seyidoğlu, "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt:4, Sayı:2, 2003, ss.152-153.

Yaşanan finansal krizlerde, uluslararası sermaye hareketlerinin hacmi kadar bileşimi de önemli bir rol oynamaktadır. Krizlerin büyük ölçüde kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklıktan kaynaklandığı şeklindeki geleneksel görüşe göre, cari hesap açıklarını ağırlıklı olarak doğrudan sermaye yatırımları ile finanse eden ekonomilerin krizlerle karşılaşma olasılığı daha azdır¹¹⁹.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin finansal krizler üzerindeki etkisini belirleyebilmek için, finansal kriz sürecinde makroekonomik değişkenlerde meydana gelen değişimleri ve bu değişimlerin birbirlerini etkileme kanallarını incelemek gerekmektedir. Ülkenin diğer sorunları yanında (yapısal, ekonomik, politika vb.) kısa vadeli borçlardaki aşırı artışın ve cari açığın sürdürülemez olduğunun piyasalar tarafından algılanması, kur üzerinde bir devalüasyon baskısı oluşturmaktadır. Bu durumda, kısa vadeli yabancı sermaye, ulusal paranın olası bir devalüasyonundan zarara uğramamak için kitleler halinde ülkeyi terk etmeye başlamakta ve böylece piyasalarda ulusal paraya yönelik yoğun bir satış baskısı meydana gelmektedir. Ev sahibi ülkenin artan döviz talebini karşılayabilecek dış rezerve sahip olmaması veya IMF gibi kuruluşlardan yeterli finansman sağlayamaması bir döviz krizine yol açmaktadır. Döviz piyasasında başlayan panik, finans piyasalarına olan güveni sarsarak, yatırımcıların bankalardaki mevduatlarını geri çekmeleri ve ellerindeki menkul değerleri satmaya başlamaları ile banka veya borsa krizine dönüşebilmektedir. Bununla birlikte, aynı baskıların kendi yatırım yaptıkları ülkelerde de yaşanacağı endişesi duyan diğer ülkelerdeki yatırımcılar da benzer bir davranış içine girince, kriz başka ülkelere de yayılmış olmaktadır.

Bu bağlamda, 1990'larda yaşanan finansal krizlerin ortak özellikleri, ara döviz kuru rejimleri, hızlı finansal serbestleşme, büyük oranlı ve özellikle kısa vadeli sermaye girişleri, ulusal paranın reel olarak aşırı değerlenmesi, cari işlemler dengesinin bozulması, kısa vadeli dış borçlardaki artış, zayıf bankacılık sistemi, uluslararası sermaye piyasalarında ortaya çıkan spekülasyon ve bunu izleyen sürü

¹¹⁹ Güven Delice ve Erdiç Tutar, "Uluslararası Sermaye Akımlarının Bileşimi ve Finansal Krizler", **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Edt: Halil Seyidoğlu ve Rifat Yıldız, İstanbul: Arıkan Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., 2006, s.267.

psikolojisi olarak sıralanabilir. Bunlara yurtiçi finans piyasalarındaki yetersiz düzenleme ve denetimleri de eklemek mümkündür¹²⁰.

3.3. GOÜ'lerde Yaşanan Finansal Krizler ve Sermaye Hareketlerinin Rolü

1990'lı yıllarda GOÜ'lerde ard arda meydana gelen finansal krizlerin uluslararası sermaye hareketliliğindeki artışlarla eş zamanlı olarak gerçekleşmesi, krizlerle sermaye hareketleri arasındaki ilişkilerin ön plana çıkmasına ve yoğun olarak tartışılmasına neden olmuştur. Kriz yaşayan ülkelerin ekonomik yapılarında farklılıklar olmasına karşın, söz konusu ülkelerin birçoğunda ortak olan iki unsur dikkati çekmektedir. Birincisi, yeterli denetim ve düzenlemelerden yoksun bir şekilde gerçekleştirilen finansal serbestleşme, ikincisi ise kur rejimi tercihinin genellikle sürünen parite ya da sürünen bant sistemi gibi ara rejimler lehinde yapılmış olmasıdır. Uygulanan bu gevşek sabit kur rejimleri, sermaye hareketlerinde serbestlik ve faiz oranlarında büyük farklılıklarla birleşince kur çıpası, algılanan döviz kuru riskini azaltarak veya ortadan kaldırarak söz konusu ülkelere yönelik sermaye girişlerinin artmasında oldukça önemli bir rol oynamıştır. Ayrıca, daha önce de belirtildiği gibi, yüksek düzeyde sermaye hareketliliğinin olduğu bu ekonomilerde aynı anda döviz kuru istikrarının da hedeflenmesi, söz konusu ekonomilerde para yetkilisinin bağımsız bir para politikası izleme olanağını ortadan kaldırmıştır. Artan sermaye hareketliliği karşısında zamanla döviz kurunu sabit tutmak zorlaşmış ve ekonomi spekülasyon saldırılara açık duruma gelmiştir¹²¹. Dolayısıyla, kurun sabit tutulmasının zorlaştığı ve ekonominin kırılganlığının arttığı bu tür ekonomilerde bağımsız bir para politikası izlenememesi de, söz konusu ülkelere krizlerin ortaya çıkmasını veya derinleşmesini etkilemiştir.

Bu bağlamda, çalışmanın bu kısmında, Meksika, Güneydoğu Asya, Rusya, Brezilya ve Arjantin'de finans piyasaları ve uluslararası sermaye akımları serbestleştirildikten sonra ortaya çıkan krizler ve bu süreçte sermaye akımlarının rolü incelenmektedir.

¹²⁰ Ayten Aysen Kaya ve Mehmet Güçlü, "Döviz Kuru Rejimleri, Krizler ve Arayışlar", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:16, Sayı:55, 2005, s 7-8.

¹²¹ Delice ve Tutar, a.g.e., s.267

3.3.1. Meksika Krizi (1994)

Meksika 1987 yılının Aralık ayında, döviz kuruna dayalı kapsamlı bir istikrar programı yürürlüğe koymuştur. Meksika pezosu, ADB dolarına karşı sabitlenerek, istikrar programının çıpası haline getirilmiştir. 1989 yılı Ocak ayından Kasım 1991'e kadar olan 3 yıllık dönemde döviz kurunun planlı olarak, önceden belirlenmiş oranlarda devalüe edilmesini içeren bir kur politikası uygulanmıştır. Enflasyon ataletini ve beklentileri kırmak amacıyla devalüasyon oranı enflasyon oranının altında tutulmuştur. Kasım 1991'den başlayarak, pezonun dalgalanabileceği aralık zamanla genişletilerek, döviz kuru bandı sistemi uygulanmaya başlamıştır. Ancak, 1993 Ekim ayına kadar, pezo-dolar paritesi, döviz kuru bandının altında, neredeyse tümüyle sabit kalmıştır¹²². Uygulamaya konulan istikrar programı kapsamında öncelikle kamu maliyesini disipline etmeye yönelik önlemler alınmış, bunu özelleştirme ve büyük çaplı finansal reformlar izlemiştir. Ayrıca dış borçlarını yeniden yapılandıran Meksika, Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşmasını (NAFTA)'da imzalayarak dış ticaretini serbestleştirme yönünde önemli gelişmeler kaydetmiştir¹²³.

Meksika, reform sürecinin hemen başlarında, nispeten erken bir zamanda sermaye hareketlerini serbestleştirmeye başlamış ve 1989 yılının sonunda sermaye denetimlerini büyük ölçüde kaldırmıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle birlikte Meksika'ya giriş yapan yabancı sermaye miktarında büyük bir artış yaşanmıştır. 1993 yılında, Meksika'ya giriş yapan yabancı sermaye miktarı, Meksika GSYİH'sının %8'ini geçmiştir. Büyük ölçüde kısa vadeli fonlardan oluşan bu sermaye girişleri, hisse senetlerine, özel sektör tahvillerine ve devlet borçlanma senetlerine yönelmiştir. Sermaye girişlerinin büyük bölümünün kısa vadeli olması Meksika ekonomisinin makroekonomik risklerini arttırmıştır. Meksika'ya yönelen uluslararası sermaye akımlarının hızla büyümesi, pezonun aşırı

¹²² Sebastian Edwards, "Two Crises: Inflationary Inertia and Credibility", **The Economic Journal**, Volume:108, May 1998, <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/119104986/PDFSTART> (26.03.2010), ss.681-682.

¹²³ Guillermo Ortiz Martinez, "What Lessons Does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia?", **Finance and Development**, Vol:35, No:2, June 1998, s.7.

değerlenmesine neden olmuş ve cari işlemler dengesi açıklarını arttırmıştır¹²⁴.

Uygulanan istikrar programı ve gerçekleştirilen reformlar sonucunda, Meksika para birimi pezo istikrara kavuşmuş ve enflasyon eğilimi kırılmıştır. Ancak, nominal döviz kuru belirlenen oranda değer kaybetmesine karşın, enflasyon oranı nominal döviz kurunun değer kaybını aştığı için pezo reel olarak değerlenmiştir. Büyük miktarda yabancı sermaye girişi de pezonun değerlenmesine katkıda bulunmuştur. Bunun sonucunda Meksika'da cari işlemler açığı hızla artmış ve cari işlemler açığının GSMH'ye oranı, 1993 yılında %6,8'e, 1994 yılında ise %8 düzeyine yükselmiştir¹²⁵.

Ulusal paranın aşırı değerlenmesi ve cari işlemler açığının artması yanında, yapılan reformlar ve yabancı sermaye girişlerine karşın Meksika'nın yeterli oranda büyümemesi de finansal kriz riskini arttıran bir faktör olmuştur. Meksika ekonomisi, 1981-1989 döneminde yılda ortalama %1,3 oranında büyürken, sermaye girişlerinin arttığı 1990-1994 döneminde sadece %2,8 oranında büyümüştür. Bazı ekonomistler, yapılan reformlara karşın Meksika'nın yeterli oranda büyümemesinin nedenini pezonun aşırı değerli olmasına bağlamışlar ve çözüm olarak bir defaya öngü olmak üzere devalüasyon yapılmasını önermişlerdir. Ancak, Meksika hükümeti yetkilileri, bu önerileri dikkate almayarak, ekonomik programın yolunda olduğunu ve pezoju devalüe etmek için bir neden olmadığını belirtmişlerdir¹²⁶.

Meksika krizine, ülkeye giren uluslararası sermayenin hızla büyümesi ve bunun sonucunda pezonun aşırı değer kazanması nedeniyle, cari işlemler dengesinin açık vermesi neden olmuştur. Meksika hükümeti, uzun vadeli borçlanmadığı için, kısa vadeli ve yüksek maliyetli olarak borçlanmak zorunda kalmıştır. Bunun için de dolara endeksli kamu kağıtları (tesobonus) ihraç etmeye başlamıştır. Artan miktarda

¹²⁴ Sebastian Edwards, "The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?", **NBER Working Paper**, No: 6334, December 1997, <http://www.nber.org/papers/w6334.pdf> (20.02.2010), s.10-11.

¹²⁵ Pablo Bustelo, Clara Garcia and Iliana Olivie, "Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons From the East Asian Episodes (1997-1999)", **ICEI Working Paper**, No:16, November 1999, <http://www.ucm.es/info/eid/pb/ICEIwp16.pdf> (14.04.2010), s.25.

¹²⁶ Paul Krugman, **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü**, Çev: Neşenur Domaniç, 2.b., İstanbul: Literatür Yayınları, 2001, ss.51-52.

tesobonus ihracı, yatırımcılarda pezonun yakında devalüe edileceği beklentisi yaratmıştır. Daha da kötüsü, Meksika, yatırımcıları devalüasyon olmayacağına inandırmak için, milyarlarca dolar tutarındaki kısa vadeli kamu borcunu, dolara endeksli tahvillere çevirmiş ve pezo düştükçe dolara endeksli bu borçların boyutları gittikçe artmıştır. Dolara endeksli tahvil sorununun kamuoyunda duyulması piyasadaki panik havasını arttırmıştır. 1994 yılının ilk yarısında, Meksika'nın uyguladığı döviz kuru politikasının sürdürülebilirliği konusundaki kuşkuların artması, kısa vadeli bonolara duyulan güveni sarsmış, faiz oranları yükselmeye başlamış ve ülkeden sermaye kaçıışı hızlanmıştır. Sermaye kaçıışı, faiz oranlarının daha da yükselmesine neden olmuş ve döviz rezervleri erimeye başlamıştır. Ayrıca, ülkedeki politik istikrarsızlıklar ve yolsuzluklar da güven bunalımına yol açarak krizi derinleştirmiştir. Aralık 1994'de ülkenin döviz rezervleri 26 milyar dolardan 6 milyar dolara düşmüştür¹²⁷. Döviz rezervlerinin sürekli azalması nedeniyle, 20 Aralık 1994'te %15 oranında devalüasyon yapılmıştır. Yapılan devalüasyonun yetersiz bulunması, yatırımcılar tarafından yeni devalüasyonlar yapılacağı beklentisine yol açarak, sermaye kaçışlarını arttırmış ve Meksika hükümeti 22 Aralık 1994'de pezo dalgalanmaya bırakmıştır¹²⁸. Yeterli düzenlemeler yapılmadan bankaların hızlı bir şekilde özelleştirilmesi de, bankacılık sistemini zayıflatarak finansal kriz riskini arttıran faktörlerden birisi olmuştur. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle bankaların yurt dışından borçlanmasının önündeki engeller kaldırılmış ve özel sektöre verilen krediler hızla artmıştır¹²⁹.

Meksika'daki kriz yayılma etkisi yaratmış (tekila etkisi) ve başta Arjantin olmak üzere diğer Latin Amerika ülkelerine de yayılmıştır. Arjantin, uyguladığı para kuruluna dayalı istikrar programının ve Meksika ile olan zayıf ticari ilişkilerinin, kendisini Meksika krizinin olumsuz etkilerinden koruyacağını düşünmüştür. Ancak Arjantin'in yüksek oranlara ulaşan işsizlikle baş edebilmek için para kurulunu terk edebileceği yönündeki kuşkular, spekülasyonların Arjantin pesosuna karşı pozisyon almalarına neden olmuştur¹³⁰.

¹²⁷ Muhammet Akdiş, **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım AŞ., 2000, ss.62-63.

¹²⁸ Krugman, a.g.e., *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü*, ss.54-55

¹²⁹ Martinez, a.g.e., ss.7-8.

¹³⁰ Paul Krugman, "Currency Crisis", <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html> (07.04.2010), s.13.

3.3.2. Asya Krizi (1997)

Asya krizi, son on yılda yıllık ortalama % 8'lik GSYİH artışı gibi büyük ekonomik başarılarla imza atan ve ASEAN-5 olarak bilinen ülkelerde (Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland) ortaya çıkmıştır. Krizin ortaya çıkışına kadar bölge ülkeleri, GOÜ'lere akan sermaye akımlarının yaklaşık yarısını kendisine çekmeyi başarmış ve dünya ticareti içerisindeki paylarını iki kat arttırmışlardır¹³¹. 2 Temmuz 1997'de Tayland ulusal para birimi olan bahtın devalüe edilmesiyle başlayan Güneydoğu Asya krizi, kısa sürede Filipinler, Malezya, Endonezya ve Güney Kore'ye yayılarak bölgesel bir krize dönüşmüştür.

Güneydoğu Asya ülkeleri, 1990'lardan itibaren hem yurt içi finansal piyasalar hem de sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasını içeren kapsamlı ve hızlı bir finansal serbestleşme sürecine girmişlerdir. Bu bağlamda, finansal sektöre giriş kısıtları ortadan kaldırılmış ve finansal kurumlar borç alma ve kredi verme kararları ile ilgili olarak daha fazla serbestlik elde etmişlerdir. Bu uygulamalar, finansal kurumların sayısını ve yapabilecekleri faaliyet çeşitlerini arttırmıştır. Ayrıca şirketlere uygulanan borçlanma limitleri kaldırılmış ve faiz oranları ile kredilere uygulanan yasal denetimler gevşetilmiştir¹³². Asya ülkelerinde yüksek büyüme hızıyla birlikte, enflasyon oranının tek haneli rakamlarla ifade edilebilir düzeyde olması, önemli oranda bütçe açıklarının bulunmaması nedeniyle izlenen maliye politikalarının sağlıklı bir görünüm sergilemesi, tasarruf oranlarının yüksek olması ve finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesi, yabancı yatırımcılar tarafından bu ülkelerde makroekonomik istikrar açısından herhangi bir sıkıntı bulunmadığı şeklinde yorumlanmış ve gelişmiş ülkelerde (özellikle Japonya) faiz oranlarının düşmesinin de etkisiyle, gelişen piyasalar olarak kabul edilen ve sermaye piyasası araçlarının getirilerinin yüksek olduğu söz konusu ülkelere yönelik sermaye girişleri hızla artmıştır¹³³.

¹³¹ Stanley Fischer, "The Asian Crisis: A View From The IMF", **Journal of International Financial Management and Accounting**, Volume:9, No:2, 1998, <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/119128929/PDFSTART> (04.04.2010), s.1

¹³² Bustelo vd., a.g.e., s.12.

¹³³ R. Tuna Turagay, "Güneydoğu Asya Ülkelerinde Yaşanan Finansal ve Ekonomik krizin Genel Değerlendirmesi ve Dünya Ekonomisi ve Ticareti Üzerinde Yaratacağı Muhtemel Etkiler", **Dış Ticaret Dergisi**, Asya Krizi Özel Sayısı, Mart 1998. s.1.

1990'lı yılların başında gelişmekte olan piyasalara sermaye akmaya başladığı zaman, Doğu Asya ülkelerine kısa vadeli sermaye hareketlerinden çok, doğrudan sermaye girişi gerçekleşmiştir. Ancak 1990'lı yılların ortalarında bölgedeki bazı ülkeler sürekli sterilizasyon müdahaleleri ile kısa vadeli faiz oranlarını uluslar arası piyasalara göre yüksek tutarak, ülkelere önemli oranda kısa vadeli sermaye çekmişlerdir. Güneydoğu Asya'da artış eğilimine giren kısa vadeli sermaye akımları büyük ölçüde, yeterince düzenlenmemiş ve denetimden uzak yurtiçi bankacılık kesimi aracılığıyla ülke ekonomilerine yönlendirilmiştir. Bu çerçevede, değişken uluslararası sermaye akımları ve finansal sektördeki zayıflık, Asya krizinin merkezinde yer alan ve krizin şiddetini açıklayabilecek iki önemli unsur olarak ortaya çıkmaktadır¹³⁴.

Finansal serbestleşme sonucu 1990'lı yıllarda Güneydoğu Asya ülkelere yoğun sermaye girişi yaşanmıştır. 1986-1990 döneminde Güneydoğu Asya ülkelerinde yabancı sermaye girişleri/GSYİH oranı ortalama %1,4 iken, 1990-1996 döneminde bu oran %6'ya yükselmiştir. 1990-1996 döneminde Tayland'a giriş yapan sermaye akımlarının GSYİH içindeki payı ortalama %10,3 olarak gerçekleşmiştir. Portföy yatırımları ve doğrudan yatırımların sermaye girişleri içindeki payı oldukça küçük olan Tayland'da, yabancı sermaye girişlerinin büyük çoğunluğu bankalar ve özel şirketlerin yurt dışından borçlanmaları şeklinde gerçekleşmiştir. Malezya'ya giriş yapan yabancı sermayenin büyük bölümünü ise doğrudan yatırımlar oluşturmuş, portföy yatırımları ile borçlanma şeklindeki sermaye girişleri oldukça düşük düzeylerde kalmıştır. 1990-1996 döneminde Malezya'da doğrudan yatırım girişleri/GSYİH oranı ortalama %6,6 oranında gerçekleşmiştir¹³⁵.

Asya ülkelere yönelik sermaye girişlerinin artması, söz konusu ülkelerin ulusal paraları üzerinde talep baskısı yaratarak, ilgili ülke paralarının aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Asya ülkeleri ABD dolarına sabitlenmiş döviz kuru politikası uyguladıkları için, 1994 yılından sonra ABD dolarının Japon yenine ve birçok

¹³⁴ Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", **The American Economic Review**, Vol:28, No:2, May 1998, ss.447-448.

¹³⁵ Steven Radalet and Jeffrey D. Sachs, "The Onset of The East Asian Financial Crises", **NBER Working Paper**, No:6680, August 1998, s.14.

Avrupa parasına karşı değer kazanması da söz konusu ülkelerde ulusal paraların değerlenmesine katkıda bulunmuştur¹³⁶. Bu durum ise, Asya ülkelerinin ihracatını azaltmıştır. Asya ülkelerinde 1990'lı yılların ortalarında azalmaya başlayan ihracat artış hızı, 1996 yılında sert bir şekilde düşmüştür. İhracatın azalması söz konusu ülkelerin cari açıklarını büyük ölçüde arttırmıştır. Krize yakalanan Asya ülkeleri içinde en fazla cari açık veren iki ülke Tayland ve Malezya olmuştur. Tayland'da cari işlemler açığının GSYİH içindeki payı 1993 yılında %5,08 iken, 1995 yılında %8,06'ya, 1996'da %8,1'e yükselmiştir. Malezya'da ise 1993 yılında %4,66 olan bu oran, 1995 yılında %8,43'e yükselmiş, 1996 yılında ise %4,89'a düşmüştür¹³⁷. Cari açığın artması devalüasyon olasılığını artırarak yabancı yatırımcıları tedirgin etmiştir.

Asya ülkeleri, artan cari işlem açıklarını doğrudan yabancı yatırımlar yerine kısa vadeli dış borçlanma yoluyla finanse etme yoluna gitmiştir. Sabit kur sisteminde ulusal paraların aşırı değerlenmesi, yurt dışından döviz cinsinden borçlanmayı özendiren bir ortam yaratmış ve genellikle devlet güvencesindeki bankalar aracılığıyla alınan dış borçlar, ulusal para cinsinden özel sektöre kredi şeklinde yönlendirilmiş ve bu doğrultuda bir yandan kredi hacmi artarken, diğer yandan bankaların taşıdıkları kur riski ve kısa vadeli borçlanıp uzun vadeli kredi vermelerinden kaynaklanan vade riski hızla artmıştır. Asya ülkelerinde finansal sistemin, denetim ve düzenlemeye ilişkin gerekli altyapı oluşturulmadan serbestleştirilmesi ve hükümetin garantileri ile desteklenmesi, söz konusu borçlanmaların verimliliği yüksek yatırımlar yerine ticarete konu olmayan gayrimenkul gibi verimliliği düşük yatırımlara yönlendirilmesine yol açmıştır. Yapılan yatırımlardan yeterince kar elde edilememesi ve bankalardan alınan kredileri geri ödeyemeyen şirketlerin iflas etmeleri, bankacılık sistemini krize açık bir duruma getirmiştir. Alınan kredilerin verimli yatırımlara yönlendirilememesi de Asya krizinde önemli bir rol oynamıştır¹³⁸.

¹³⁶ Bustelo vd., a.g.e., s.13.

¹³⁷ Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, "What Caused The Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview", **NBER Working Paper**, No:6833, December 1998, s.39.

¹³⁸ Kansu, a.g.e., s.151

1997 yılının ilk yarısında yatırımcılar, Tayland başta olmak üzere kriz sinyallerinin iyice belirginleştiği ülkelerde, devalüasyon yapılıp yapılmayacağını merak etmeye başlamışlardır. Tayland hükümeti her ne kadar devalüasyona gerek olmadığını söylese de, gittikçe artan kuşkular ülkeden sermaye çıkışına neden olmuş, faizler yükselmiş ve piyasadaki gerilim artmaya başlamıştır. 2 Temmuz'da Tayland, baskılara dayanamayarak bahtı dalgalanmaya bırakmıştır. Bu durum bölgedeki diğer ülkelerin paralarına karşı spekülasyon hareketleri arttırmış ve bahttaki değer kaybını Malezya, Endonezya ve Filipinler'deki devalüasyonlar izlemiştir¹³⁹.

Finansal kriz yaşayan beş Asya ülkesine yönelik net sermaye girişleri 1994 yılında 40,5 milyar dolar iken, finansal kriz öncesi 1996 yılında 93 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. Ancak yaşanan krizin etkisiyle 1997 yılında bu ülkelerden 12 milyar dolar tutarında net sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Diğer bir deyişle, bu ülkelere yönelik sermaye akımlarında (1996 yılındaki 93 milyar dolarlık net girişten, 1997'deki 12 milyar dolarlık net çıkışa) 105 milyar dolarlık büyük bir dalgalanma meydana gelmiştir¹⁴⁰.

3.3.3. Rusya Krizi (1998)

1991 yılında, Sovyetler Birliği'nin dağılmasıyla birlikte Rusya Federasyonu'nda demokrasi ve serbest piyasa ekonomisine geçiş yönünde hızlı bir değişim süreci başlamıştır. Geçiş süreci boyunca önemli ekonomik reformlar gerçekleştirilmiş olmakla birlikte, ekonomik sistem sağlıklı bir yapıya kavuşturulamamıştır. 1992-1998 döneminde, yurtiçi fiyatlar serbest bırakılmış, dış ticaret serbestleştirilmiş, Rus parası rublenin değeri piyasa mekanizması içinde belirlenmeye başlamış ve devlete ait işletmelerin büyük çoğunluğu özel sektöre devredilmiştir. Ancak Rusya'daki kayıt dışı ekonominin büyüklüğü, bütçe gelirlerinin düşüklüğü ve finansal yapının zayıf oluşu önemli sorunlar oluşturmuştur¹⁴¹.

¹³⁹ Krugman, Currency Crisis, s.14.

¹⁴⁰ Steven Radelet and Jeffrey D. Sachs, "The East Asian Financial Crises: Diagnosis, Remedies, Prospects", **Brookings Papers on Economic Activity**, No:1, 1998, s.2.

¹⁴¹ DPT, "Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri", DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, <http://ekutup.dpt.gov.tr/dunya/rusya.pdf> (07.04.2010), s.1.

1992 yılından itibaren uygulanan politikalar sayesinde dış ticaretin serbestleştirilmesinde ve enflasyon oranının düşürülmesinde sağlanan başarılarla karşın ekonomide üretimin azalması ve yüksek bütçe açığının finansmanında karşılaşılan zorluklar sorun olmaya devam etmiştir. Rusya'da reel GSYİH 1991 yılından sonra ilk defa 1997 yılında % 0,8 oranında artış göstermiştir. Ekonomik büyümenin sağlanamamış olması, halkın giderek yoksullaşmasına yol açmış ve reformlara karşı direnci artırmıştır. 1992-1998 döneminde, bütçe harcama kalemlerinde yapılan ciddi kısıtlamalara rağmen finansman açığı devam etmiş ve GSYİH'nın % 7-9'u kadar bir bütçe açığı söz konusu olmuştur¹⁴².

Rusya'nın kriz öncesi dönemde, 140 milyar dolar civarında dış borç ve 70 milyar dolar civarında hazine bonusu olmak üzere toplam 210 milyar dolar civarında borcu bulunmaktaydı. Toplam borcun GSYİH'ya oranı %42'ler seviyesindeydi. Aslında, borç stoku diğer ülkelerle karşılaştırıldığında yüksek olmayıp, sorun kısa vadeli borçların yüksek olmasından kaynaklanmaktaydı. Ayrıca bono stokunun yaklaşık 20 milyar dolarlık kısmı yabancı yatırımcıların elindeydi. 1997 yılında Asya'da ortaya çıkan kriz dikkatleri Rusya gibi ekonomik sorunlarla karşı karşıya olan ülkelere çevirmiştir. Bu bağlamda, GSYİH'nın %8,2'si oranında bütçe açığı ve kısa vadeli borçların yüksekliği Rusya'ya yönelik kaygıları arttırmıştır. Rusya'da borçlanma yoluyla elde edilen kaynaklar, verimli yatırımlar yerine maaş ve ücretler gibi cari harcamaların finansmanında kullanılmıştır. Ayrıca, vergi ve sosyal güvenlik reformlarının yapılamamış, sağlam bütçe kaynaklarının oluşturulamamış olması, yabancı yatırımcılarda Rusya'daki riskin giderek büyüdüğü kaygısını doğurmuştur¹⁴³.

Vergi gelirlerinin arttırılamaması hükümeti iç borçlanmaya yöneltmiş ve devlet kağıtlarının yıllık getirileri diğer ülkelere göre yüksek olduğundan (%23-30), yabancı sermaye akımları özellikle Meksika krizi sonrasında Rusya'ya yönelmiştir. Rusya finans kurumları da dışarıdan döviz cinsinden borçlanarak portföylerindeki devlet kağıtlarını arttırmışlardır. Rusya'da sermaye hareketlerinin serbestliği ve sabit kur politikalarının teşvik ettiği sermaye girişleri, 1997 yılının ortalarında tersine dönerek

¹⁴² Gazi Bilgin, "Rusya Krizinin Orta Asya Türk Cumhuriyetlerine Etkisi", **Dış Ticaret Dergisi**, Ocak 2002, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/Rusya.doc> (07.02.2010), ss.1-2.

¹⁴³ DPT, a.g.e., ss.3-4.

ülkeden çıkmaya başlamıştır. Bunun en önemli sebebi ise, Asya krizi ve petrol fiyatlarının düşmesi sonucu Rusya'nın ihracat gelirlerinin azalması ve bu durumun ödemeler dengesinde baskı yaratmasıdır. Ocak 1998'den itibaren yabancı yatırımcılar, hem kamu kağıtlarını hem de ruble satışlarını arttırmışlardır. Rusya'ya yönelik sermaye akımları içinde en fazla paya sahip olan portföy yatırımları, krizin etkisiyle 1998 yılında %64 oranında azalmış, 1999 yılında ise negatife dönmüştür. Toplam sermaye akımları ise kriz sonucunda %183 oranında azalarak, 1999 yılında eksi 2,2 milyar dolara düşmüştür.

Rusya, Temmuz 1998'de IMF'den 4,8 milyar dolar yardım almasına rağmen bu yeterli olmamış ve ekonomide yaşanan bu olumsuz gelişmeler üzerine Rus hükümeti, Ağustos 1998'de bazı önlemler almak zorunda kalmıştır. Bu bağlamda, 17 Ağustos 1998'de, daha önce Amerikan doları karşısında 5,27-7,13 olan rublenin dalgalanma bandının, 1998 yılı sonuna kadar 6,0-9,5 olacağını açıklamış ve dış borçların ödenmesi konusunda 90 günlük moratoryum ilan etmiştir. Ayrıca kamu borçlarının yeniden yapılandırılmasına ilişkin bir plan uygulamaya konulmuş ve yabancıların 1 yıldan kısa vadeli finansal yatırım yapmaları da yasaklanmıştır¹⁴⁴. Rusya'da krizin etkisi 1999 yılı ortalarına kadar devam etmiştir.

3.3.4. Brezilya Krizi (1999)

Türkiye gibi, uzun bir dönem enflasyon sorunları yaşamış bir ülke olan Brezilya, 1980'li yıllardan itibaren başarısızlıklarla sonuçlanan çok sayıda istikrar programından sonra Temmuz 1994'de "Real Plan"ı uygulamaya koymuştur. Bu plan çerçevesinde, Temmuz 1994'de Brezilya hükümeti yeni para birimi reali tedavüle çıkarmış ve realin değerini Amerikan dolarına sabitlemiştir. Real Plan ile, enflasyonu 1994 yılındaki %2700'lü düzeylerden, 1998 yılında %1,3 düzeyine indirmeyi başaran, daraltıcı politikalar ile birlikte 1994-1997 döneminde yılda ortalama %4'lük büyüme hızına ulaşan, gerçekleştirdiği başarılı özelleştirme programı ile GOÜ'lere model olarak gösterilen ve yakın zamana kadar uluslararası sermayenin hızla aktığı Brezilya'da 1999 yılında ortaya çıkan finansal kriz herkesi şaşırtmıştır. Ancak politik

¹⁴⁴ Turan Yay, Gülsün Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz, "Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler", İstanbul: **İstanbul Ticaret Odası** Yayın No: 2001-47, 2001, ss.40-41.

kaygılar nedeniyle bütçe disiplini sağlayamayan ve finansman açığını kısa vadeli tasarruflarla kapatmaya çalışan her ülke için böyle bir sonucun kaçınılmaz olduğu da bir gerçektir¹⁴⁵.

Brezilya krizin ilk sokunu, Rusya krizinin olusturduğu panik ile 1998 Ağustos ayını izleyen üç ay içinde 30 milyar dolara yakın sermaye kaçıışı ile yaşamıştır. 1998 yılında Rusya'nın krize girmesi ile Brezilya reali spekülasyon saldırılarına maruz kalmıştır. Realin değerinin korunabilmesi için faiz oranları yükseltilmiş, faiz oranlarının yükselmesi ise bütçe açıklarını aşırı derecede arttırmıştır. Realin, dolara sabitlenmesi ve yüksek yurtiçi faizlerin de etkisiyle aşırı değerlenmesi ise devalüasyon beklentilerine neden olmuştur. Tüm bu olumsuz gelişmelere ek olarak 7 Ocak 1999'da, Brezilya'nın eyaletlerinden birisinin, merkezi hükümete olan 15 milyar dolarlık borcunu ödemeyeceğini açıklaması, real üzerindeki baskıları arttırarak krizi başlatmıştır. Real üzerindeki baskıların artması karşısında, 13 Ocak 1999'da real %8 oranında devalüe edilmiştir. Yapılan devalüasyonun piyasaları yatırtmada yetersiz kalması nedeniyle, spekülasyon saldırılar devam etmiş ve bunun üzerine 15 Ocak 1999'da Brezilya Merkez Bankası, döviz kuruna müdahalelerden vazgeçerek, reali dalgalanmaya bırakmıştır¹⁴⁶.

Brezilya krizinde de spekülasyonun etkilerini görmek mümkündür. Dünyanın hızla büyüyen bu ülkesine de artan oranlı bir yabancı sermaye akımı olmuş, daha sonra da bu sermaye hızla geri çekilmiştir. Latin Amerika ülkelerine yönelen özel sermaye akımlarında öncelikle, Rusya krizinin yaydığı güvensizlik etkili olmuş ve uluslararası kısa vadeli sermaye, GOÜ'lerden çekilmeye başlamıştır. Rusya krizini izleyen 3 ayda yaklaşık 30 milyar dolarlık rezerv kaybına uğrayan Brezilya, daha sonraki günlerde de günde yaklaşık 1 milyar dolarlık bir sermaye kaçışına uğramıştır. Global finansal piyasalarda günde yaklaşık 1,5-2 trilyon dolarlık işlem gerçekleştiği dikkate alındığında, bir ülkenin ekonomi politikasına güvensizlik oluşması durumunda çok yüksek miktarda rezervler bile piyasaları korumakta yetersiz

¹⁴⁵ Akdiş, a.g.e., s.89.

¹⁴⁶ Akdiş, a.g.e., s.89

kalabilmektedir. Brezilya'da da kısa vadeli sermayenin ülkeden kaçıışı rezervlerle dengelenmek istenmesine rağmen durdurulamamış ve kriz yaygınlık kazanmıştır¹⁴⁷.

3.3.5. Arjantin Krizi (2001)

Arjantin, 2001 yılı sonuna kadar uyguladığı ve 2001 krizinin koşullarını oluşturan iktisat politikalarını Mart 1991'de uygulamaya konulan Konvertibilite Programı ile başlatmıştır. Programın uygulamaya konulduğu sırada, Arjantin uzun yıllardır süregelen hiperenflasyonla yaşamaktaydı. Bu nedenle, programın öncelikli hedefi enflasyonist süreci kırmak ve parasal istikrarı sağlamak şeklinde belirlenmiştir. Enflasyonist süreci kırmak için seçilen araç ise, para kurulu sistemi olarak belirlenmiştir. Para kuruluna dayalı istikrar programı çerçevesinde, Arjantin pesosu bire bir parite ile Amerikan dolarına sabitlenmiş (1\$ = 1 Peso) ve ülkedeki para miktarının ancak ülkeye giren döviz miktarına bağlı olarak arttırılabileceği ilkesi benimsenmiştir. Ayrıca, Merkez Bankasının kamuya kredi açması yasaklanmış ve yapısal reformlar ile özelleştirmeye hız verilmiştir¹⁴⁸.

Arjantin'deki konvertibilite planının en büyük başarısı fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Programın ilk iki yılında hiperenflasyon süreci denetim altına alınmış, sonraki yıllarda ise enflasyon tek haneli rakamlara inmiştir. Enflasyonda sağlanan başarıların dışında, Arjantin kısa bir süre içinde geniş çaplı bir özelleştirme programı uygulamaya koymuş ve bu süreçte, kamu hizmetleri ve kamu iktisadi kuruluşları büyük ölçüde özelleştirilmiştir. 1991-1996 döneminde özelleştirmeden elde edilen toplam gelirler 14,2 milyar dolara ulaşmıştır. Makroekonomik istikrarın sağlanması, geniş çaplı özelleştirme uygulamaları ve aynı zamanda ABD'ye göre daha yüksek faiz oranları, Arjantin ekonomisine yabancı sermaye girişlerinin artmasını sağlamıştır. Para kurulu uygulaması ise riskin azaltılması ve sermaye girişinin sağlanması sürecine olumlu yönde katkıda bulunmuştur. Programın uygulanmaya başlandığı ilk iki yılda Arjantin ekonomisine toplam 15 milyar dolar yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir.

¹⁴⁷ Akdiş, a.g.e., ss.90-91.

¹⁴⁸ Alpan İnan, "Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı:42, 2002, ss.57-58.

Geniş çaplı sermaye girişleri doğal olarak Arjantin ekonomisinin büyüme sürecine olumlu yönde katkıda bulunmuştur. Ancak, büyümenin, ekonominin rekabet gücünün artmasından çok dış kaynak girişine bağlı olarak gerçekleşmesi, büyüme dinamiğinin oldukça istikrarsız ve kırılgan bir yapı sergilemesine neden olarak krize ortam hazırlamıştır¹⁴⁹. Arjantin’de özelleştirmeden elde edilen gelirler, mali ve cari dengesizliklerin düzeltilmesi açısından faydalı olmakla birlikte, 1990’ların ortalarında Arjantin’de özelleştirilebilecek tüm varlıklar tükendiğinden, özelleştirme gelirleri, hükümet için süreklilik gösteren bir gelir kaynağı olamamıştır. Özelleştirme programının belli bir doyum noktasına ulaşması ile Arjantin için önemli miktarda uzun vadeli doğrudan yabancı yatırım çekme olanağı büyük ölçüde ortadan kalkmıştır. Böyle bir durumda sermaye girişinin canlılığını koruyabilmek için giderek daha büyük boyutlarda ve oldukça değişken bir yapıya sahip olan portföy yatırımlarına başvurmak gereği ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda, dolar üzerinden çıkarılan Arjantin tahvillerinde yaşanan yoğun satışlar portföy yatırımlarını arttırmıştır. Ayrıca, özelleştirme gelirleri olmadan kamu kesimi dengesinin sağlanması da giderek olanaksız hale gelmiş ve kamu kesiminin sürekli açık vermesi sonucu artan finansman gereksiniminin portföy yatırımlarıyla karşılanması Arjantin’in iç ve dış borç yükünü arttırmıştır¹⁵⁰.

1997 yılındaki Asya krizinden, ilk zamanlarda komşularından daha az etkilenmiş görünen Arjantin, 1998 yılında Rusya’nın moratoryum ilan etmesi ve 1999 yılında Brezilya’nın finansal krize girerek devalüasyon yapması sonucunda sürekli olarak kendini tekrarlayan bir kriz sarmalı içine girmiştir. Peso üzerindeki kısıtlamaların devam ettiği bir ortamda, 1999 yılında Brezilya realinin değer kaybetmesi, Arjantin’in ihracatının komşusuna göre daha pahalı olmasına neden olarak, Arjantin’in temel ticaret ortağı olan Brezilya karşısında önemli bir rekabet gücü kaybına uğramasına yol açmıştır. Ayrıca, 1990’ların sonlarında Amerikan dolarının değerlenmesi de, aynı zamanda pesonun değerlenmesi ile eş anlamda olduğundan, Arjantin’in ihraç ürünlerine olan dış talebin azalmasına neden olmuştur. Düşük ihracat gelirleri, ülkenin dolar üzerinden olan borçlarını çevirebilmek için gerekli

¹⁴⁹ Ziya Öniş, “Neo-Liberal Küreselleşmenin Sınırları: Türkiye Açısından Arjantin Krizi ve IMF’ye Karşılaştırmalı Bir Bakış”, Ekim 2002, <http://home.ku.edu.tr/~zonis/fall02/neoliberalisindirPDF.pdf>, (13.04.2010), s.5-8

¹⁵⁰ Öniş, a.g.e., ss.8-9.

olan döviz girişini büyük ölçüde sekteye uğratmıştır¹⁵¹. Finansal krize giren diğer ülkeler, devalüasyon yaparak ya da ulusal paralarını dalgalanmaya bırakarak krizden çıkmak için gerekli adımları atarken, Arjantin’de para kurulunun varlığı nedeniyle ekonominin katı yapısı, yeni durumlara uyum sağlayamamış ve gerekli olduğu durumlarda devalüasyon yapılması engellendiğinden peso aşırı değerli hale gelmiştir. Özellikle 1990’ların sonlarında ABD dolarının değer kazanması ve 1999’da Brezilya’nın devalüasyon yapması, pesonun değer kazanmasına neden olarak, krizin ortaya çıkmasına yol açan önemli etkenlerden birisi olmuştur¹⁵².

Arjantin’de, uygulanan konvertibilite programı çerçevesinde, 1990’ların ortasına kadar ekonomide görülen iyimser tablonun oldukça zayıf temeller üzerine kurulduğu dikkati çekmektedir. Bu dönemde gözlenen yüksek büyüme, büyük çapta dış borçlanma ve özelleştirme gelirleri tarafından finanse edildiğinden, talep ağırlıklı ve aslında yapay bir büyüme sürecinin yaşandığına işaret etmektedir. Arjantin pesosunun dolara endeksli olması sonucu aşırı değerlenmesi, ithalat kaynaklı tüketimin artmasına neden olmuştur. İhracatın aynı ölçülerde artış göstermediği bir ortamda, ithalatın hızla artması, dış ticaret dengesinin bozulmasına neden olarak cari işlemler açığını arttırmıştır. 1990 yılında 5 milyar dolar fazla veren cari işlemler dengesi, 1992’de 6,7 milyar dolar, 1994’te ise 10,2 milyar dolar açık vermiştir. Arjantin hükümeti ise oluşan bu açıkları, dolar üzerinden çıkardığı devlet tahvilleri ile sermaye girişini özendirmeye çalışarak kapatmaya çalışmış ve bu çaba IMF yönetimince de desteklenerek ek kredi verilmiştir. Fakat Brezilya krizi sonrası özel sermaye girişi daha da zayıflamış ve ekonomik dengesizlik gittikçe artmıştır¹⁵³.

Pesonun değerlenmesine bağlı olarak ihracatın hızla azalması özellikle küçük ve orta boy işletmeleri oldukça zor durumda bırakmıştır. Rekabet güçleri azalan üreticiler, ücretleri ödeyemez duruma gelmişler ve birçok işletme iflas etmiş, bazıları da küçülme yoluna gitmiştir. 1999 yılında işsizlik artmış, ekonomik büyüme negatife dönmüş ve yabancı yatırımcılar alacaklarının ödenmesi konusunda endişelenmeye

¹⁵¹ Öniş, a.g.e., ss.7-10

¹⁵² IMF, “The Role of the IMF in Argentina, 1991-2002”, **IMF Independent Evaluation Office Issues Paper**, July 2003, <http://www.imf.org/external/np/ieo/2003/arg/070403.pdf> (15.03.2010), s.5

¹⁵³ Gökçe Aysu, “Karanlığa Giden Yolda Arjantin: Nasıl Bu Hale Geldi? IMF Ne Kadar Suçlu?”, **Ekonomik Dergisi**, Boğaziçi Üniversitesi İşletme ve Ekonomi Kulübü, Sayı:4, Mayıs 2003, <http://www.buik.net/subcommittee/ekonomik/showarticle.asp?aid=189> (13.03.2010), s.2.

başlamışlardır. Milli gelirin azalması, vergi gelirlerinin artışı ve dolayısıyla kamu finansman dengesini de olumsuz yönde etkilemiştir. Makroekonomik dengelerin gittikçe bozulduğu bir konjunktürde, Arjantin'in borç sorunu önemli bir şekilde hissedilmeye başlamıştır. Dış borç alımında ve cari hesaplardaki açığın finanse edilmesinde daha çok dolar üzerinden çıkarılmış olan tahvillerin kullanılması, borç tuzağı ile sonuçlanmıştır¹⁵⁴.

2001 yılı ortalarında Arjantin'in borçlarını ödeyemeyebileceği korkusuyla piyasalar çok yüksek faiz talep eder hale gelmiş, faizlerin geldiği düzeyler, borç ödemelerinin durmasına neden olmuştur. Borçların ve döviz kuru politikasının sürdürülebilirliği konusunda oluşan kuşular, 2001 yılının ilk yarısında yabancı sermayenin ülkeden çıkmasına neden olmuştur. Bu bağlamda, 2001 yılında portföy yatırımı kaynaklı, net 9,5 milyar dolarlık, "diğer yatırımlar" kaynaklı olarak ise net 5,4 milyar dolarlık sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Bu çıkışlar, krizin etkisiyle 2002 yılında da devam etmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, uluslararası rezervler 2001 yılının ilk yedi ayında yaklaşık %40 oranında azalmıştır. Yurtiçi kredi piyasasından borçlanma olanağı kalmamış ve fon transferini önlemek için hükümet, vadesi gelen bonolarını ve kısa dönem borçlarını yüksek faiz oranlı yeni uzun dönem araçlarla takas etmeye başlamıştır. Bu başarısız girişimlerden sonuç alınamaması üzerine, kamu harcamalarını azaltmak için maaşlar ile emeklilik fonlarında %13'e varan oranlarda kesintiler yapılmaya başlanmıştır. Ancak, bu karar sosyal protestolar ve direnişle karşılaşmış ve bu da krizin daha da derinleşmesine yol açmıştır.

Krizin derinleşmesi, pesonun devalüe edileceği söylentilerini iyice güçlendirince hükümet, halkın pesolarını dolara çevirmelerini önlemek amacıyla banka mevduatlarının geri çekilmesini sınırlandırmaya başlamış ve bu durum yeni sosyal protestolara sebep olmuştur. Bu gelişmeler karşısında, Arjantin pesosu, 6 Ocak 2002 tarihinde %29 oranında devalüe edilmiş ve hükümet, dış ticaret ve sermaye hareketlerinde resmi kuru 1dolar = 1,4 peso olarak belirlemiştir. Lüks malların ithalatı, turizm ve diğer işlemler de ise piyasa kurlarının geçerli olması kararlaştırılmıştır. 11 Subat 2002 tarihinde ise ikili döviz kuru sisteminden

¹⁵⁴ Öniş, a.g.e., ss.10-11.

vazgeçilerek peso dalgalanmaya bırakılmıştır¹⁵⁵. Sonuç olarak para kurulu sisteminin varlığı ve bunun sebep olduğu makroekonomik zayıflıklar Arjantin’de yaşanan krizin en önemli nedeni olarak görülmektedir.

¹⁵⁵ Delice ve Tutar, a.g.e., s.279

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE ULUSLAR ARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE MAKROEKONOMİK İSTİKRARA ETKİLERİ

1.TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİNİN İÇERİĞİ VE GELİŞİMİ

Özel ve kamu kuruluşları tarafından yapılan uzun ve kısa vadeli uluslar arası sermaye akımları ödemeler bilançosu içinde sermaye ve finans hesaplarının altında, finans hesabında izlenmektedir. Uluslararası ekonomik işlemlerin bir bölümünü sermaye ithali ve ihracı oluşturmaktadır. Sermaye hareketleri temel olarak, bir ülkenin dış mali varlıkları ve yükümlülüklerindeki değişimler ve bu değişimlerin karşılıklı kayıtlarını içermektedir.

1.1. Türkiye'de Sermaye Hareketleri Hesabının İçeriği ve Özellikleri

Türkiye'de ödemeler dengesi verileri, IMF tarafından üye ülkelere önerilen kavram, kayıt prensipleri ve sınıflandırmalar çerçevesinde TCMB tarafından derlenmektedir. Ödemeler dengesinin en önemli bölümlerinden birisini oluşturan sermaye hareketleri hesabı da bu bağlamda; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere üç bölüme ayrılarak incelenmektedir. Diğer yatırımlar kalemi de kendi içerisinde, vadelerine göre uzun ve kısa vadeli yatırımlar olarak ayrılabilir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, yurt dışına ve yurt içine yapılan yatırımlar olarak; portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye hareketleri varlık ve yükümlülük olarak sınıflandırılırken uzun vadeli sermaye hareketleri kullanım ve geri ödeme olarak izlenmektedir.

Kısaca, menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, yurt içinde yerleşik kişilerin yurt dışında ve yurt dışında yerleşiklerin yurt içinde alım satımlarını yaptıkları menkul kıymetler ve yurt dışından tahvil ihracı

yoluyla sağlanan borçlanmaları ve geri ödemelerini içermektedir¹⁵⁶. Ödemeler dengesi sermaye hareketleri içerisinde portföy yatırımları, varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki ana başlıktan oluşmaktadır. Varlıklar kısmı, yurt içinde yerleşik kişilerin yurt dışında alım satımını yaptığı menkul kıymetleri kapsamaktadır. Yükümlülükler kısmında ise; yurt dışında yerleşik kişilerin yurtiçi borsalarda alım satımını yaptıkları hisse senetleri ve DİBS'leri ile yurtdışında yerleşik kişilerin yurtdışı piyasalarda tahvil ihracı yoluyla sağladığı borçlanmalar (örneğin Hazine Müsteşarlığının yurt dışında ihraç ettiği eurobondlar) yer almaktadır¹⁵⁷.

Doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları dışında kalan, diğer uzun vadeli sermaye hareketleri, ödemeler bilançosu finans hesabındaki diğer yatırımlar kalemi altındaki uzun vadeli ticari krediler, TCMB, genel hükümet, bankalar ve diğer sektörlerin kullandığı uzun vadeli krediler ile TCMB nezdindeki uzun vadeli mevduatlar toplamından oluşmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ise, kısa vadeli ticari krediler, TCMB, genel hükümet, bankalar ve diğer sektörlerin kullandığı kısa vadeli krediler, TCMB ve bankalar nezdindeki mevduatlar ve diğer yükümlülükler kalemlerinin toplamına yine diğer yatırımlar kalemi altındaki varlıklar kaleminin bakiyesinin eklenmesi ile bulunmaktadır¹⁵⁸.

1.2. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Hacmi ve Gelişimi

32 sayılı kararla Türkiye’de her türlü sermaye hareketi üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmakla birlikte, bu kararla özellikle önü açılan sermaye hareketlerine dikkat çekmekte yarar vardır. Dolaysız yabancı sermaye yatırımları Türkiye’de 1954 yılından beri serbesttir ve teşvik edilmektedir. İthalatçıların yararlandığı kısa vadeli ticari krediler hiçbir zaman kısıtlanmamıştır. Bulunabildiği taktirde, koşulları elverişliyse resmi krediler, tahvil satışı veya bankalarla yapılan sözleşmelerle sağlanan orta-uzun vadeli krediler için de aynı durum söz konusudur. Bu bağlamda 32 sayılı kararla esas olarak önü açılan sermaye hareketleri üçe ayrılabilir: Birincisi, yabancı yatırımcıların TL ile ifade edilen menkul değerlere, yani borsaya, DİBS'lere

¹⁵⁶ TCMB, “Ödemeler Dengesi Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması”, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisim/odemeler_dengesi.htm., (07.5.2010).,ss.6, 15,16.

¹⁵⁷ TCMB, “Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleri ile Türkiye Uygulaması”, s.18.

¹⁵⁸ İnandı, a.g.e., ss.108-109.

ve mevduata yatırım yapmalarındır. İkincisi, yerleşiklerin, örneğin bankaların ve firmaların kısa vadeli ve ticari olmayan dış borçlanmasıdır. Üçüncüsü ise yine yerleşiklerin yurt dışındaki menkul değerlere yatırım yapmalarındır. Her üç tür sermaye akımı da, Türkiye’deki faiz oranları ile döviz kurundaki beklenen artış hızı arasındaki farka ve yatırımcıların risk algılamalarına bağlıdır¹⁵⁹.

1980’lerin sonunda kambiyo denetimlerinin kaldırılarak sermaye hareketlerinin bütünüyle serbestleştirilmesi, Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketlerinin hacmini, türlerini ve sonuçlarını önemli ölçüde değiştirmiştir. Bu süreç içerisinde, birbirine bağlı olarak gelişen üç önemli değişimden söz etmek mümkündür. Bunlardan birincisi, sermaye girişlerinin hacminin artmasıdır. İkinci değişim sermaye girişinin resmi kanallardan özel alanlara taşınması ve bu bağlamda vade yapısının ve türünün değişmesidir. Üçüncü değişim ise bu gelişmelerin sonucunda, ülkeye giren uluslararası sermayenin, ekonominin dış dengesizliği ve cari açıklarıyla olan bağlantısı zayıflarken, rezerv birikimlerinin artmasıdır¹⁶⁰.

Türkiye’nin sermaye hareketlerini serbestleştirmesinin en önemli nedenlerinden birisi, dış tasarrufların ekonomik büyümeyi hızlandıracağı görüşünün politik çekiciliği olmuştur. Ayrıca, hükümetin kamu açıklarını finanse etmede yurt dışı piyasaları kullanmak istemesi de bu kararın alınmasında büyük önem taşımaktadır. Yabancı sermayenin Türkiye’ye çekilebilmesi için gerekli ilk adım olan yasal düzenlemeler yapıldıktan sonra, yüksek reel faizlerin de etkisiyle, Türkiye’ye giren yabancı sermaye miktarında önemli artışlar kaydedilmiştir¹⁶¹. Bu bağlamda, bu kısımda öncelikle Türkiye’ye yönelik toplam net sermaye hareketlerinin gelişimi incelenecek, daha sonra ise sermaye hareketleri hesabının alt kalemleri itibarıyla gösterdiği gelişim analiz edilecektir.

¹⁵⁹ Korkut Boratav, **Yeni Dünya Düzeni Nereye**, Ankara: İmge Kitabevi, 2000, ss.203-204.

¹⁶⁰ Berksoy ve Saltoğlu, a.g.e., s.47.

¹⁶¹ Nurhan Yentürk ve Ahmet Çimenoğlu, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellemesi”, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2003, s.83.

1.2.1. Toplam Sermaye Hareketleri

Dünyadaki finansal serbestleşme sürecine paralel olarak, Türkiye’de de 1980’li yıllardan itibaren aşama aşama uygulamaya konulan serbestleşme politikaları, 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki tüm denetimlerin kaldırılmasıyla son şeklini almıştır. Sermaye hareketlerini serbestleştiren diğer GOÜ’lerde görüldüğü gibi, 1989 yılından itibaren Türkiye’ye yönelik sermaye hareketleri de büyük bir artış göstermiştir. 1980 sonrası dönemde Türkiye’ye yönelik sermaye hareketlerinin gelişimini incelemek amacıyla Tablo 2 düzenlenmiştir.

Tablo 2: Türkiye’ye Yönelik Net Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)

Yıllar	Toplam Sermaye Hareketleri	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
1984	1.075	113	0	1.614	-652
1985	1.741	99	0	163	1.479
1986	2.124	125	146	1.041	812
1987	1.891	106	282	1.453	50
1988	-958	354	1.178	-209	-2.281
1989	780	663	1.386	-685	-584
1990	4.037	700	547	-210	3.000
1991	-2.397	783	623	-783	-3.020
1992	3.648	779	2.411	-938	1.396
1993	8.903	622	3.917	1.370	2.994
1994	-4.257	559	1.158	-784	-5.190
1995	4.565	772	237	-79	3.635
1996	5.483	612	570	1.636	2.665
1997	6.969	554	1.634	4.788	-7
1998	-840	573	-6.711	3.985	1.313
1999	4.829	138	3.429	344	918
2000	9.584	112	1.022	4.276	4.174
2001	-14.557	2.855	-4.515	-1.131	-11.766
2002	1.191	958	-593	2.105	-1.279
2003	7.192	1.252	2.465	-808	4.283
2004	17.730	2.005	8.023	6.165	1.537
2005	43.502	8.967	13.437	13.307	7.791
2006	42.691	19.065	7.373	26.810	-10.557
2007	48.518	19.924	717	32.033	-4.156
2008	32.997	15.663	-5.046	23.453	-1.043

Kaynak: TCMB

Tablo 2’den görüleceği gibi, sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin etkilerinin görülmeye başlandığı 1990 yılından bu yana, Türkiye’ye yönelik sermaye hareketleri

hem hacim olarak artmış hem de oldukça dalgalı bir seyir izlemiştir. 1989 yılında sadece 780 milyon dolar olan toplam net sermaye girişi, sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin etkilerinin görülmeye başlandığı 1990'lı yıllardan sonra büyük bir hızla artmış ve 1992 yılında 3,7 milyar dolara, 1996 yılında 5,4 milyar dolara, 2000 yılında 9,6 milyar dolara yükselmiştir. Türkiye'de sermaye akımlarının serbestleştirildiği 1989 yılından sonra; 1991, 1994, 1998 ve 2001 yıllarında sermaye girişlerinin yerini net çıkışlara bıraktığı görülmektedir. 1991 yılında Körfez krizi, 1994'de Türkiye'de yaşanan ekonomik kriz, 1998 yılında Asya ve Rusya krizlerinin etkisi ve son olarak 2001 yılında Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin etkisiyle Türkiye'den önemli miktarlara ulaşan sermaye çıkışları gerçekleşmiştir. 1991 yılında 2,3 milyar dolar, 1994 yılında 4,2 milyar dolar, 1998 yılında 840 milyon dolar ve 2001 yılında ise 14,6 milyar dolarlık sermaye çıkışı yaşanmıştır. Görüldüğü gibi, ülkemizden en yüksek miktarda sermaye çıkışı, 2000 yılı sonu ve 2001 yılı başında yaşanan ekonomik krizlerin makroekonomik göstergeler ve ekonomik istikrar üzerinde yarattığı tahribat nedeniyle, 2001 yılında gerçekleşmiştir.

2001 yılında yaşanan ekonomik daralmanın ardından 2002 yılında makroekonomik göstergelerin olumluya dönmeye başlaması ve yeniden ekonomik büyüme sürecine girilmesi ile birlikte, toplam sermaye hareketleri yeniden artış göstermeye başlamıştır. 2003 yılında 7,2 milyar dolar, 2004 yılında 17,8 milyar dolar, 2005 yılında ise 43,5 milyar dolarlık net sermaye girişi gerçekleşmiştir. 2006 yılının Mayıs-Haziran aylarında gerçekleşen küresel dalgalanmanın etkisiyle, portföy yatırımlarında azalma ve kısa vadeli sermaye hareketlerinde net çıkış yaşanmasına karşın, doğrudan yatırımlar ve diğer uzun vadeli sermaye hareketlerinde yaşanan artışlar nedeniyle, 2006 yılında toplam sermaye hareketlerinde meydana gelen azalış sınırlı bir düzeyde kalarak, yıl sonunda 42,7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2007 yılında ise yükselişini sürdüren sermaye hareketleri, 48,5 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır.

Türkiye'ye giriş yapan sermayenin bileşimine bakıldığında, 1984-2004 döneminde, genel olarak toplam sermaye girişleri içerisinde doğrudan yabancı yatırımların en az paya sahip olduğu ve sermaye girişlerinin büyük ölçüde portföy yatırımı ile kısa vadeli sermaye akımları şeklinde olduğu dikkati çekmektedir. 2004 yılından sonraki dönemde ise, toplam sermaye akımları içinde doğrudan yatırımlar

ve diğ er uzun vadeli sermaye akımlarının payı belirgin bir biçimde artarken, portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının payı azalmıştır. Özellikle son iki yılda, önemli ölçüde azalan portföy yatırımları ile net çıkış yaşanan kısa vadeli sermaye hareketlerinin toplam sermaye hareketleri içindeki payının azalmasında; 2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında Amerikan Merkez Bankası'nın faiz oranlarını arttırması ile fonların gelişmiş ülke piyasalarına yönelmesi, 2007 yılında ise ABD'de yüksek riskli mortgage piyasasındaki sorunlar nedeniyle uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmaların etkili olduğu söylenebilir.

1.2.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Tablo 2 incelendiğinde, Türkiye'de finansal serbestleşme sonrasında, özellikle 2004 yılına kadar olan dönemde, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında zaman içinde artışlar söz konusu olsa da bu artışların, düzensiz ve toplam sermaye hareketleri içerisinde oldukça sınırlı bir düzeyde kaldığı ve bu nedenle de ekonomi açısından önemli bir kaynak yaratmadığı görülmektedir.

2004 yılından sonraki dönemde ise doğrudan yabancı sermaye akımlarında düzenli bir artış eğilimi dikkati çekmektedir. 2004 yılında 2 milyar dolar olan doğrudan yatırımlar, 2005 yılında 4 kattan fazla artış göstererek yaklaşık 9 milyar dolara yükselmiştir. Bu artışta, şirket birleşmeleri ile özelleştirme programından kaynaklanan ödemelerin devam etmesi etkili olmuştur. 2005 yılının ardından 2006 yılında da özelleştirme ve şirket birleşmelerinin devam etmesi nedeniyle 19 milyar dolar tutarında net doğrudan yatırım girişi gerçekleşmiştir. 2006 yılında hız kazanan doğrudan yatırım girişleri, 2007 yılında da yüksek seyrini sürdürerek yaklaşık 20 milyar dolara ulaşmıştır. 2007 yılında gerçekleşen net sermaye akımlarının yaklaşık %41'ini doğrudan yabancı sermaye akımları oluşturmuştur.

Tablo 3: Türkiye'ye uluslararası doğrudan yatırım girişleri (fiili girişler)

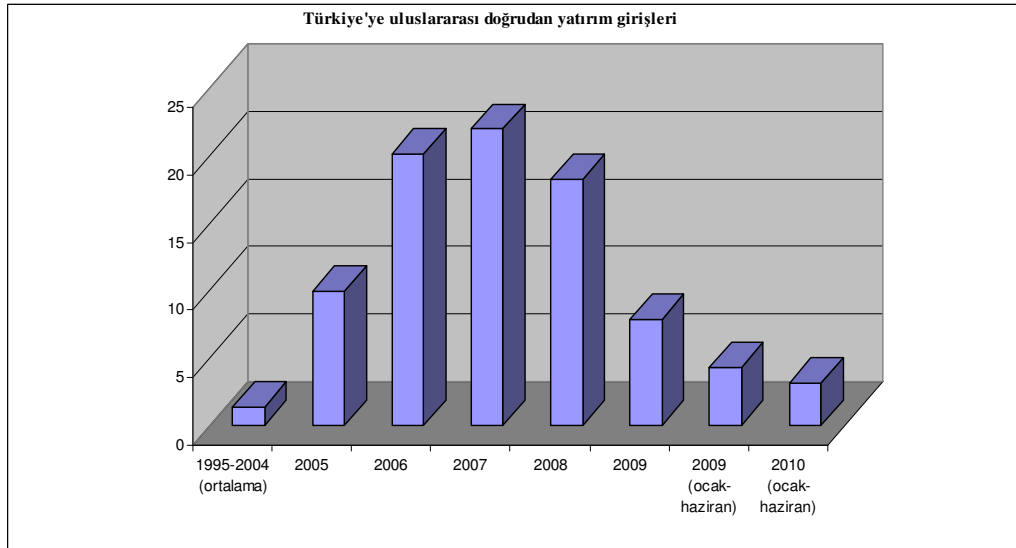
Milyon \$

	2005	2006	2007	2008	2009	Ocak-Haziran	
Uluslar arası doğrudan yatırımlar Toplamı (net)	10.031	20.185	22.047	18.269	7.860	4.270	3.222
uluslar arası Doğrudan Sermaye	8.190	17.263	19.121	15.332	6.078	3.494	1.800
Sermaye (net)	8.134	16.982	18.394	14.698	5.931	3.238	1.634
Giriş	8.535	17.639	19.137	14.733	6.013	3.245	1.644
Çıkış	-401	-657	-743	-35	-82	-7	-10
Diğer Sermaye	56	281	727	634	147	256	166
Gayrimenkul (net)	1.841	2.922	2.926	2.937	1.782	776	1.422

Kaynak:TCMB

Borç yaratmayan sermaye akımı olarak nitelendirilen doğrudan yatırım girişlerindeki yüksek pay, cari işlemler açığının finansmanı ve sürdürülebilirliği açısından oldukça önem taşımaktadır. 2007 yılında doğrudan yatırımlarda en büyük pay, bankacılık sektöründeki satın almaların etkisiyle hizmetler sektöründe olmuştur. Özelleştirme ve şirket birleşmelerinin yanı sıra, yabancıların yurt içinde gayrimenkul alımları da son yıllardaki doğrudan yatırım girişlerinde önemli bir yer tutmaktadır.

Grafik 1: Türkiye'ye uluslararası doğrudan yatırım girişleri (milyar \$)



Kaynak: TCMB

Grafik 1'e baktığımızda 2010 yılının ilk yarısında Türkiye'ye uluslar arası doğrudan yatırım girişleri 3,2 milyar dolar olmuştur. Bu rakam 2009 yılının aynı dönemiyle karşılaştırıldığında %25 düşüş anlamına gelmektedir.

2010 yılının başında uluslararası kuruluşların tahminleri ve global trendler ışığında, Türkiye'ye uluslar arası doğrudan yatırımlar girişlerinde 2009 yılına göre sınırlı bir iyileşme öngörülüyordu. Nitekim global uluslararası doğrudan yatırım akışlarında pozitif sinyaller görülmeye başlanmış ve dengeli olmasa da bir toparlanma gözlenmeye başlanmıştır. 2010 yılının ilk yarısında Türkiye'ye 3,2 milyar dolarlık uluslar arası doğrudan yatırım girişinin 1,8 milyar dolarını net doğrudan yabancı sermaye girişleri, 1,4 milyar dolarlık kısmını ise yurtdışında yerleşik kişilerin gayrimenkul alımları oluşturmuştur.

1.2.3. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları Türkiye'ye 1986 yılında gelmeye başlamış ve 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 sayılı kararla birlikte bu yatırımların hacminde önemli artışlar yaşanmıştır. Tablo 4'e baktığımızda; 1998, 2001 ve 2002 yıllarında yaşanan sermaye çıkışları dışında, hep pozitif değerler alan portföy yatırımlarının, hisse senetlerinden çok Hazine'nin çıkarmış olduğu borç senetlerine yönelik olduğu dikkati çekmektedir. 1986 yılında ülkemize giren net portföy yatırımları 146 milyon dolar iken, 1989 yılında 1,3 milyar dolara, 1993 yılında ise 3,9 milyar dolara yükselmiştir. 1994 yılında yaşanan kriz sonucunda, özellikle devletin tahvil ihracı yoluyla borçlanabilirliğinin azalmasıyla birlikte portföy yatırımları yaklaşık %70 oranında azalarak 1,2 milyar dolar olmuştur.

Tablo 4: Türkiye'ye Yönelik Net Portföy Yatırımları (Milyon Dolar)

Yıllar	Portföy Yatırımları	Varlıklar	Yükümlülükler	Hisse Senetleri	Borç Senetleri
1986	146	0	146	0	146
1987	282	-25	307	0	307
1988	1.178	-6	1.184	0	1.184
1989	1.386	-59	1.445	17	1.428
1990	547	-134	681	89	592
1991	623	-91	714	147	567
1992	2.411	-754	3.165	350	2.815

(Devam Tablo 4)

1993	3.917	-563	4.480	570	3.910
1994	1.158	35	1.123	989	134
1995	237	-466	703	195	508
1996	570	-1.380	1.950	191	1.759
1997	1.634	-710	2.344	8	2.336
1998	-6.711	-1.622	-5.089	-518	-4.571
1999	3.429	-759	4.188	428	3.760
2000	1.022	-593	1.615	489	1.126
2001	-4.515	-788	-3.727	-79	-3.648
2002	-593	-2.096	1.503	-16	1.519
2003	2.465	-1.386	3.851	905	2.946
2004	8.023	-1.388	9.411	1.427	7.984
2005	13.437	-1.233	14.670	5.669	9.001
2006	7.373	-4.029	11.402	1.939	9.463
2007	717	-2.063	2.780	5.138	-2.358
2008	-5.046	-1.276	-3.370	716	-4.486
2009	-2.742	-2.742	2.938	2.827	111

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Portföy yatırımlarının en yoğun olarak ülkeyi terk ettiği dönem, Asya ve Rusya Krizlerinin etkisiyle 1998 yılında yaşanmış ve bu yıl net 6,7 milyar dolarlık sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Bu miktarlık çıkışın büyük bir kısmı ise 4,5 milyar dolarla yabancıların menkul kıymet portföylerini boşaltmasından kaynaklanmıştır. 1998 yılında yaşanan büyük miktarlı çıkışın ardından 1999 yılında 3,4 milyar dolar, 2000 yılında ise 1 milyar dolar civarında net portföy yatırımı girişi gerçekleşmiştir. 2001 yılında ülkemizde yaşanan finansal krizin etkisiyle gerçekleşen 4,5 milyar dolarlık sermaye çıkışının yaklaşık 3,7 milyar dolarlık kısmı, yabancıların menkul kıymet satışından kaynaklanmıştır. 2002 yılında ekonomide yaşanan istikrarsızlığın kısmen devam etmesi nedeniyle 593 milyon dolarlık sermaye çıkışı yaşanmıştır¹⁶².

2003-2005 döneminde portföy yatırımlarında önemli artışlar kaydedilmiştir. Portföy yatırımı olarak 2003 yılında 2,5 milyar dolar, 2004 yılında 8 milyar dolar ve 2005 yılında da 13,4 milyar dolar net sermaye girişi gerçekleşmiştir. Portföy yatırımlarında meydana gelen bu artışta, makroekonomik istikrarın ve güvenilir bir yatırım ortamının sağlanması etkili olmuştur¹⁶³. 2006 yılı Mart ayında ABD Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankasının faiz oranlarını arttırması ve faiz artışlarının süreceği beklentisi, gelişmekte olan piyasalardan çıkış yönlü bir hareketin

¹⁶² Kar ve Kara, a.g.e., s.8.

¹⁶³ TC Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor 2006**, s.147.

başlamasına neden olmuştur. Uluslararası finans piyasalarındaki bu gelişmelerden ilk aşamada Türkiye’de etkilenmiş ve 2006 yılının ikinci çeyreğinde portföy yatırımlarında çıkışlar gerçekleşmiştir. Yılın ilk çeyreğinde 900 milyon dolar tutarında DİBS alan yabancılar, Mayıs ve Haziran aylarında finansal piyasalarda yaşanan dalgalanma sonucu ikinci çeyrekte 4,2 milyar dolar tutarında DİBS satışı gerçekleştirmişlerdir.

2006 yılı Mayıs-Haziran döneminde meydana gelen küresel dalgalanmanın etkisiyle, döviz kuru ve faizlerde yaşanan artışlara bağlı olarak enflasyonun yükselmeye başlaması nedeniyle TCMB tarafından parasal sıkılaştırmaya yönelik bazı önlemler alınmıştır. Bu çerçevede, sermaye çıkışlarını önlemek amacıyla, yapılan yasa değişikliği ile yabancıların DİBS’lerinden elde ettikleri kazançlar üzerindeki stopaj vergisi kaldırılmış, yurtiçi yerleşikler için ise stopaj oranı %15’den %10’a düşürülmüştür. Likiditeyi daraltan para politikası önlemleri ve vergisel değişikliğin de etkisiyle finansal piyasalardaki hareketliliğin ortadan kalkmasıyla, 2006 yılının üçüncü çeyreğinden başlayarak portföy yatırımı kaynaklı sermaye girişi yeniden başlamıştır¹⁶⁴. Ancak, 2006 yılı genelinde yabancıların hisse senedine yönelik yatırımlarının 5,7 milyar dolardan yaklaşık 2 milyar dolar düzeyine gerilemesi ve Türkiye’de yerleşiklerin yurt dışına yaptıkları portföy yatırımlarında 4 milyar dolarlık çıkış gerçekleşmesi nedeniyle, yabancıların DİBS’lerine yönelik portföy yatırımlarının sürmesine karşın, 2006 yılında portföy yatırımları, bir önceki yıla göre 6 milyar dolar civarında azalarak 7,3 milyar dolara gerilemiştir.

ABD’de ipotekli konut finansmanı piyasalarında yaşanan sorunlara bağlı olarak, 2007 yılının ikinci yarısında küresel likidite koşulları bozulmaya başlamış ve küresel dalgalanmanın etkisiyle, 2007 yılı Ağustos ayında yabancı yatırımcıların Türkiye’deki menkul kıymetlerini satmaları sonucunda, portföy yatırımlarının sermaye hareketleri içindeki payı önemli ölçüde azalmıştır¹⁶⁵. 2007 yılında 2,3 milyar dolarlık menkul kıymet satışı yapan yabancı yatırımcılar, 5.1 milyar dolarlık hisse senedi almışlardır. Bu dönemde, 5.1 milyar dolarlık hisse senedi alımı, portföy yatırımlarının daha da gerilemesini engelleyici bir rol oynamıştır. Ayrıca, yurtiçi

¹⁶⁴ TC Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor 2007**, s.148.

¹⁶⁵ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu Kasım 2007**, s.7.

yerleşiklerin 2 milyar dolarlık sermaye çıkışı da portföy yatırımlarının, 2007 yılında büyük bir düşüş göstererek 717 milyon dolara gerilemesinde etkili olmuştur.

Küresel finans kriziyle birlikte 2008 yılının ikinci yarısından itibaren yüksek düzeyde çıkış gösteren portföy kaynaklı sermaye akımları, 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren dalgalı bir seyir izlemiş ve söz konusu eğilim 2010 yılı ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Bu dönemde net bazda hisse senedi ve DİBS kaynaklı giriş gözlenmiştir. Güncel veriler, menkul kıymet kaynaklı girişlerin Nisan ayında devam ettiğine, Mayıs ayında ise DİBS piyasasında yurt dışı yerleşik alımları sürerken hisse senedi piyasasında satış ağırlıklı olduklarına işaret etmektedir.

Görüldüğü gibi, Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları, doğrudan yatırımlara göre oldukça dalgalı bir seyir izlemekte ve gerek uluslararası global finansal piyasalarda gerekse yurtiçinde ortaya çıkabilecek herhangi bir istikrarsızlıktan oldukça fazla etkilenmektedir.

1.2.4. Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

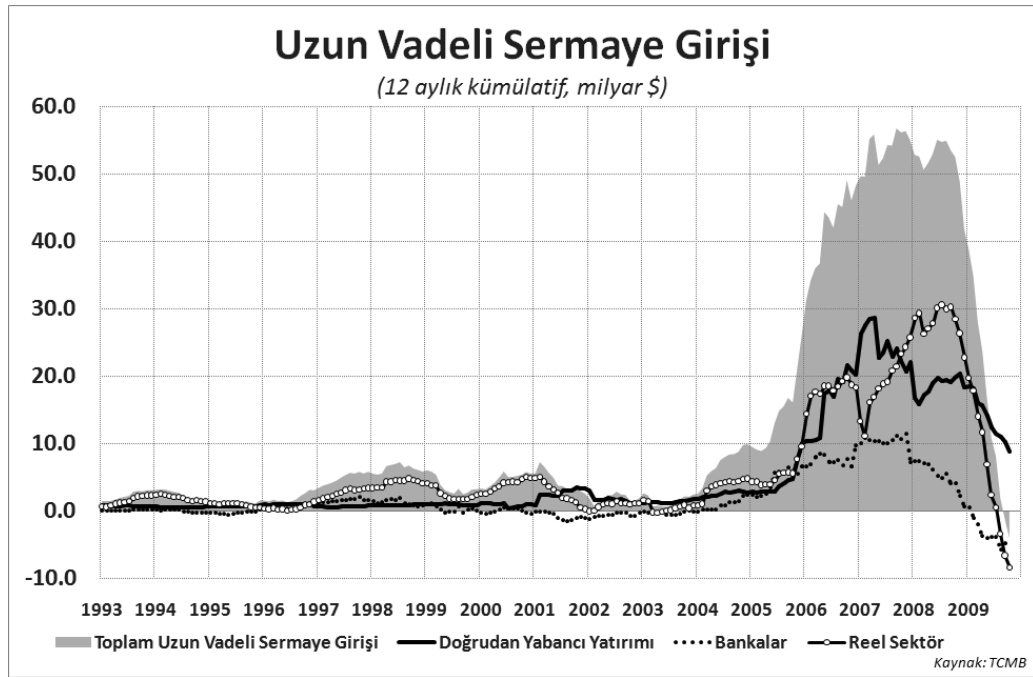
Bu tür sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerine göre daha uzun vadeli olduklarından, hem reel yatırımlara yönlendirilme olanakları daha fazladır hem de daha istikrarlı bir görünüm sergilemektedirler. Ancak yine de aşırı borçlanma ve bu borçlanmanın etkin yönetilememesi durumunda ödeyememe ve borç krizi gibi olumsuz etkiler de söz konusu olabilmektedir¹⁶⁶.

Türkiye'de, ticari krediler, bankalar ve özel sektörün nakit kredileri ile uzun vadeli mevduatların toplamından oluşan uzun vadeli sermaye akımları içerisinde en fazla pay bankacılık sektörü ile özel sektörün kullandığı nakit kredilere aittir. Uzun vadeli sermaye hareketlerinin negatif olduğu yıllar geri ödemelerin kredi kullanımlarından fazla olduğunu yani çıkışları, pozitif olduğu yıllar ise kredi yoluyla sermaye girişlerinin geri ödemelerden fazla olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda

¹⁶⁶ Kont, a.g.e., s.704.

1980’li yılların ortalarından 1996 yılına kadar (1993 yılı hariç) uzun vadeli sermaye hareketlerinin, genellikle kredi geri ödemelerinin kullanımları aşması nedeniyle negatif değerler aldığı yani, uzun vadeli sermaye hareketlerinde çıkışlar yaşandığı bilinmektedir.¹⁶⁷ Bu dönemde, 1993 yılı dışında, uzun vadeli sermaye hareketlerinin sermaye birikimine katkı sağlamadığı, aynı dönemde özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinde görülen belirgin artış nedeniyle, asıl birikimin kısa vadeli sermaye girişleri ile sağlandığı dikkati çekmektedir.

Grafik 2: Türkiye’ye Yönelik Uzun Vadeli Sermaye Girişi



Kaynak : TCMB

1996-2000 döneminde artış gösteren uzun vadeli sermaye hareketleri kalemi 2000 yılında 4,2 milyar dolar düzeyine yükselmiş, 2001 yılında ise yaşanan ekonomik krizin etkisiyle 1,1 milyar dolarlık çıkış gerçekleşmiştir. 2002 yılında 2,1 milyar dolarlık net uzun vadeli sermaye girişinin ardından, 2003 yılında 809 milyon dolarlık çıkış yaşanmıştır. Grafik 2’ye baktığımızda, uzun vadeli sermaye hareketlerinin 2003 yılından sonra düzenli bir artış trendine girdiği ve toplam sermaye akımları içindeki payının arttığı gözlenmektedir. 2004 yılında, sermaye hareketleri dinamiklerinin 2003 yılına göre farklı eğilimler taşıdığı göze

¹⁶⁷ Kar ve Kara, a.g.e., s.9.

çarpmaktadır. 2004 yılında, 2003 yılının aksine, uzun vadeli sermaye girişlerindeki artış dikkati çekerken, 2003 yılı net sermaye hareketlerinin temel belirleyicisi olan kısa vadeli sermaye girişlerinin ise sınırlı düzeyde kaldığı görülmektedir. 2004 yılında yaklaşık 6,2 milyar dolarlık uzun vadeli sermaye girişinde özellikle bankacılık dışı özel sektörün kullandığı uzun vadeli kredilerdeki artış etkili olmuştur¹⁶⁸.

Uzun vadeli sermaye hareketleri 2005 yılında da artış eğilimini sürdürerek 13,3 milyar dolara yükselmiştir. 2005 yılında toplam sermaye hareketleri içindeki ağırlığı belirgin bir şekilde artan uzun vadeli sermaye hareketleri, 2006 ve 2007 yıllarında da artmaya devam etmiştir. 2006 yılında, 2005 yılına göre yaklaşık 2 kat artarak 26,5 milyar dolara yükselen uzun vadeli sermaye girişleri, 2007 yılında ulaştığı 32 milyar dolarlık düzeyle, 2007 yılındaki net sermaye girişlerinin temel belirleyicisi olarak öne çıkmıştır. 2004 yılından itibaren uzun vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen bu artışta, bankacılık sektörü ve özel sektörün yurt dışından sağladıkları uzun vadeli kredilerdeki artış belirleyici olmakla birlikte, özellikle özel sektörün yurt dışından sağladığı uzun vadeli kredilerdeki artışın daha fazla etkili olduğu dikkati çekmektedir. 2006 yılında 18,5 milyar dolar olan özel sektörün dış kredi kullanımı, 2007 yılında yaklaşık 25,5 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. 2006 yılında yaklaşık 9,8 milyar dolar olan bankacılık sektörünün uzun vadeli dış kredi kullanımı ise, 2007 yılında bir miktar azalarak 7,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

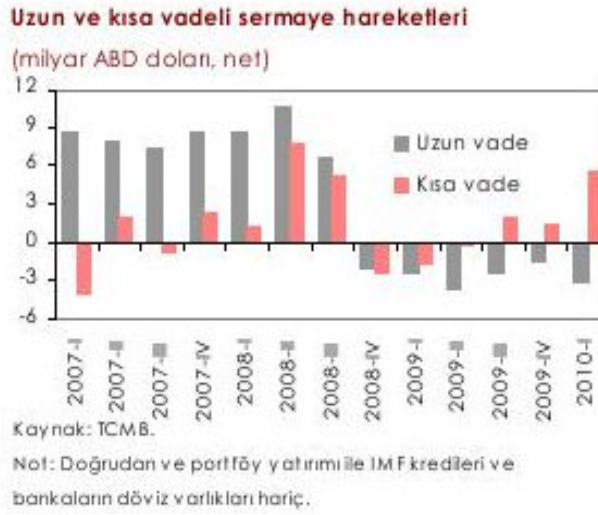
2004 yılından itibaren, özel sektör ve bankacılık sektörünün büyük ölçüde uzun vadeli borçlanmaları, yurt içindeki yatırım harcamalarını özendirilmesi ve cari işlemler açığının finansman kalitesini artırması açısından önem taşımaktadır. Yurt dışında çalışan işçilerin TCMB’de açtıkları uzun vadeli kredi mektuplu döviz tevdiat hesapları (KMDTH) ile süper döviz hesaplarının (SDH) toplamından oluşan uzun vadeli mevduat hesabında, 2003 yılında başlayan çıkışların devam ettiği görülmektedir. Buna göre, 2007 yılında TCMB’deki uzun vadeli mevduatlarda net 993 milyon dolarlık çıkış yaşanmıştır. Bu çıkışlarda hem KMDTH hem de SDH’de 2006 yılına kadarki kademeli faiz indirimlerinin etkili olduğu düşünülmektedir¹⁶⁹.

¹⁶⁸ TCMB, **Yıllık Rapor 2004**, s.54.

¹⁶⁹ TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu 2007-IV**, s.22-23.

2007 ve 2008 yıllarında 50 milyar doların üzerinde olan uzun vadeli sermaye girişleri, küresel krizin başlamasıyla hızlı şekilde gerilemiştir. Özelleştirmelerin hız kesmesi ve yavaşlayan ekonomik aktiviteden dolayı üretim için dış krediye ihtiyacın azalmasıyla, hem reel sektör, hem de bankacılık sektörü dış borçlarını kapatmaya başlamıştır.

Grafik 3: Uzun ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri



1.2.5. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin belirleyicisi ekonominin gelişim potansiyeli değil, genellikle finansal aktiflerdeki yüksek getiriden ve faiz-kur arbitrajından yararlanma düşüncesidir. Bu nedenle bu tür sermaye hareketleri büyük ölçüde spekülatifdir ve sıcak para özelliği taşımaktadır. Vadelerinin kısa olması nedeniyle uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıda bulunmamakta, geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarını finanse etmektedirler¹⁷⁰.

1980 yılında başlatılan ekonomik ve finansal reform sürecinin bir uzantısı olarak 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılması sonucunda Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinde önemli artışlar yaşanmıştır. Tablo 5 incelendiğinde, Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinin, portföy

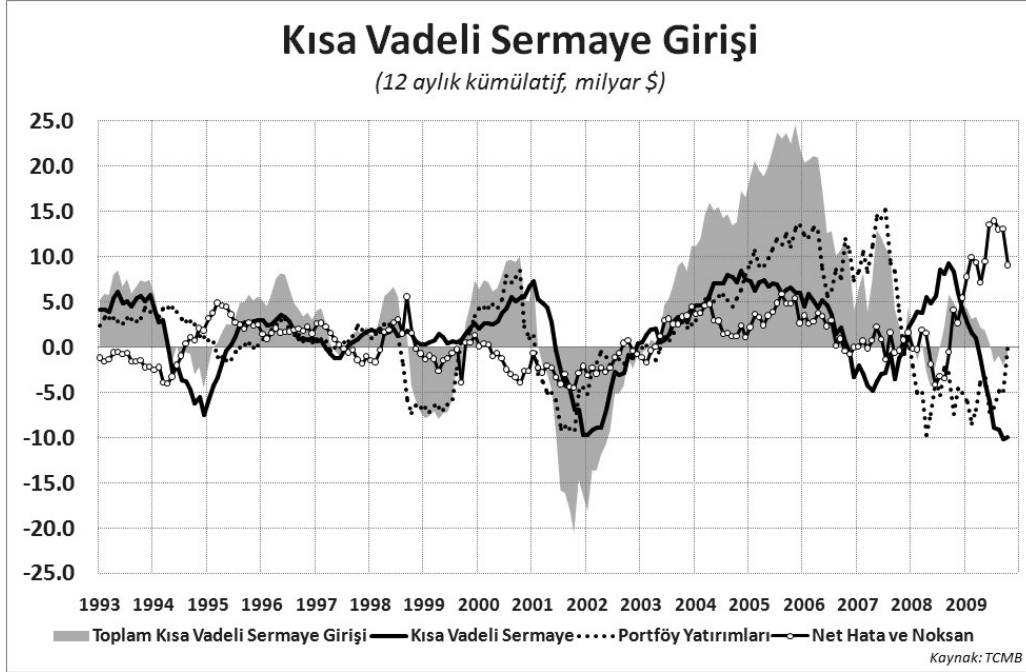
¹⁷⁰ Kar ve Kara, a.g.e., s.9.

yatırımlarına benzer şekilde, yurtiçi ekonomik göstergeler ve dünya konjonktüründe yaşanan değişimlerden yoğun biçimde etkilendiği ve yıllar itibariyle istikrarsız bir seyir izlediği görülmektedir.

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte 1990'lı yıllarda, Türkiye'ye giriş yapan kısa vadeli sermaye hareketlerinde önemli artışlar olmuş ancak 1991 Körfez Krizi ve 1994'de yaşanan ekonomik kriz sonucu oluşan istikrarsızlık ortamından etkilenerek, bu yıllarda ülkemizden büyük miktarda kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır. Tablo 5'e göre 1991 yılında net kısa vadeli sermaye çıkışı yaklaşık 3 milyar dolar iken, 1994'de 5,1 milyar dolara yükselmiştir. 1994 yılındaki büyük miktarda çıkıştan sonra, 1996 yılında 2,6 milyar dolar, 1998 yılında 1,3 milyar dolar ve 1999 yılında yaklaşık 1 milyar dolarlık kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir. 2000 yılında ise net kısa vadeli sermaye girişi 1999 yılına göre yaklaşık 4 kat artış göstererek 4,2 milyar dolarla o zamana kadarki en yüksek düzeyine ulaşmıştır.

Türkiye'den en büyük miktarda sermaye çıkışı, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin etkisiyle 2001 yılında yaşanmıştır. 2001 yılındaki sermaye çıkışının yaklaşık %75'lik kısmı kısa vadeli kaynaklıdır. 2001 yılında çıkış yapan net kısa vadeli sermaye miktarı 11,7 milyar dolardır. Bu miktar, Türkiye'de bu zamana kadar görülen en yüksek hacimli sermaye çıkışıdır. 2002 yılında da 2001 krizinin yarattığı istikrarsızlığın kısmen sürmesi nedeniyle 1,2 milyar dolarlık kısa vadeli sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. 2002 yılı ortalarından başlayarak makroekonomik göstergelerin normale dönmeye başlaması ile birlikte, 2003 yılından itibaren kısa vadeli sermaye girişi yeniden artış eğilimine girmiştir. 2003 yılında giriş yapan net kısa vadeli sermaye miktarı 4,2 milyar dolardır.

Grafik 4: Türkiye'ye yönelik Kısa vadeli Sermaye Girişi



Kaynak : TCMB

2004 yılına baktığımızda, toplam sermaye hareketleri içerisinde kısa vadeli sermayenin ağırlığının azaldığı dikkati çekmektedir. 2004 yılında sınırlı düzeyde kalan net kısa vadeli sermaye girişi 1,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, 2005 yılında ise yeniden artarak yaklaşık 7,8 milyar dolarlık düzeyine ulaşmıştır. 2005 yılında kısa vadeli sermaye girişleri, 2004 yılına göre artış göstermesine karşın, uzun vadeli sermaye hareketleri ve doğrudan yatırım kalemlerinde meydana gelen yüksek oranlı artışlar nedeniyle, 2004 yılında olduğu gibi 2005 yılında da sermaye hareketlerinin temel belirleyicisi uzun vadeli sermaye hareketleri olmuştur. 2006 ve 2007 yılları ise kısa vadeli sermaye akımlarında net çıkışların yaşandığı yıllar olmuştur. 2006 yılının Mart ayında ABD Merkez Bankasının faiz oranlarını arttırması, 2007 yılı Ağustos ayında ise ABD'de yüksek riskli konut kredilerindeki sorunlar nedeniyle uluslararası kredi piyasalarında risk algılamalarının artması, Türkiye'de bankacılık sektörünün kısa vadeli borçlanmasını olumsuz yönde etkileyerek, kısa vadeli sermaye çıkışlarına yol açmıştır. Buna göre, 2006 yılında artışlardan kaynaklanmıştır. 2006 ve 2007 yıllarında sırasıyla 10,2 milyar dolar ve 3,4 milyar dolar artan bankaların döviz varlıkları kalemi, bu tutarda bir sermaye

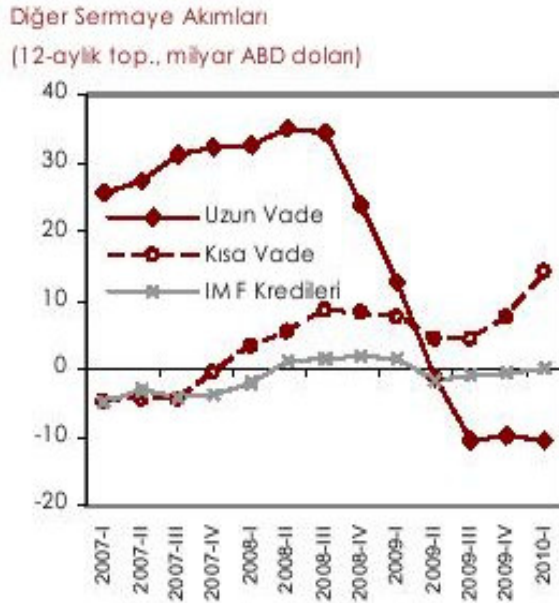
çıkışına yol açmıştır. Bankaların döviz varlıklarında meydana gelen bu artışlar hariç tutulduğunda, 2006 ve 2007 yıllarında gerçekleşen net sermaye çıkışları, sırasıyla 264 milyon dolar ve 684 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 10,5 milyar dolar, 2007 yılında ise 4,1 milyar dolarlık kısa vadeli sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Ancak, 2006 ve 2007 yıllarında kısa vadeli sermaye akımlarında görülen bu yüksek oranlı çıkışlar, esas olarak, kısa vadeli sermaye akımlarının varlıklar kalemi içinde yer alan bankaların döviz varlıkları kalemindeki yüksek oranlı artışlardan kaynaklanmıştır¹⁷¹. 2006 ve 2007 yıllarında sırasıyla 10,2 milyar dolar ve 3,4 milyar dolar artan bankaların döviz varlıkları kalemi, bu tutarda bir sermaye çıkışına yol açmıştır. Bankaların döviz varlıklarında meydana gelen bu artışlar hariç tutulduğunda, 2006 ve 2007 yıllarında gerçekleşen net sermaye çıkışları, sırasıyla 264 milyon dolar ve 684 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerini oluşturan kalemlerden, toplam kısa vadeli sermaye akımları içinde en az paya sahip olan özel sektörün kullandığı kısa vadeli krediler dışındaki tüm kısa vadeli sermaye akımlarının, oldukça istikrarsız ve dalgalı bir görünüm sergilediği göze çarpmaktadır. Ancak kısa vadeli sermaye akımlarında yaşanan en dikkat çekici durum, bankacılık sektörünün kullandığı kısa vadeli kredilerdeki istikrarsızlıktır. Genel olarak ekonomide kriz yaşanan dönemler öncesinde çok fazla artış gösteren banka kredileri, yaşanan krizlerle birlikte belirgin bir şekilde azalmıştır. Buna göre, 1993 yılında 3,8 milyar dolar ve 2000 yılında 4,7 milyar dolar düzeyinde kısa vadeli borçlanan bankacılık sektörü, yaşanan krizlerin etkisiyle, 1994 yılında 6,7 milyar dolar, 2001 yılında ise 7 milyar dolar borç ödemiştir. Kriz dönemlerinde, gerek bankaların açık pozisyonlarını sınırlama kaygısı gerekse yurtiçi kredi talebindeki zayıflama, bankaların yurt dışından kredi kullanımını azaltıcı etkide bulunmaktadır. 2006 ve 2007 yıllarında uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmalar da, bankacılık sektörünün kısa vadeli dış kredi kullanımını olumsuz yönde etkilemiş ve bu yıllarda sırasıyla 4 milyar dolar ve 1,7

¹⁷¹ Bankaların döviz varlıkları kalemi, Türkiye’de yerleşik bankalarca yurtdışı muhabirleri nezdinde tutulan cari ve depo hesaplarından oluşmaktadır. TCMB tarafından yayınlanan ödemeler dengesi raporlarında 2004 yılının Aralık ayına kadar, kısa vadeli sermaye hareketleri tanımına dahil edilen bankaların döviz varlıkları kalemi, bu tarihten itibaren tanımdan çıkarılmıştır. Ancak, çalışmanın bu kısmında yapılan değerlendirmelerde, 2005 yılından önceki toplam sermaye hareketleri rakamları ile tutarlılık sağlamak amacıyla, kısa vadeli sermaye hareketleri rakamları içinde bankaların döviz varlıkları kalemi de yer almaktadır.

milyar dolarlık çıkış gerçekleşmiştir. 2003 yılından itibaren artış eğilimi içerisinde olduğu görülen, yabancıların yurtiçi bankalardaki mevduatları, mevduat faiz oranlarının %20'den %24'e yükselmesi nedeniyle, 2006 yılında büyük bir sıçrama yaparak yaklaşık 5,9 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. 2007 yılında ise, kısa vadeli mevduatlarda 1,9 milyar dolarlık çıkış gerçekleşmiştir. Bu bağlamda, 2006 yılında yaşanan toplam kısa vadeli sermaye çıkışında, özellikle bankacılık sektörü belirgin bir rol oynarken, 2007 yılında yaşanan çıkışta ise hem mevduatlar hem de bankacılık sektörünün etkili olduğu görülmektedir.

Grafik 5: Diğer Sermaye Akımları



Kaynak : TCMB

Son yıllarda özel sektör kaynaklı uzun vadeli kredi kullanımındaki artış sonucunda yüksek düzeylere çıkan uzun vadeli sermaye girişleri, küresel krizin etkisiyle 2008 yılının son çeyreğinden itibaren yerini çıkışa bırakmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ise 2009 yılı üçüncü çeyreğinden itibaren giriş yönlü olmuştur. 2010 yılı ilk çeyreğinde ise yurt dışı yerleşiklerin bankalardaki mevduatındaki artışa bağlı kısa vadeli girişlerin arttığı gözlenmiştir.

2.TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Uluslararası sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri konusunda yazında üç farklı görüş dile getirilmektedir. Birinci görüş, uluslararası sermaye akımlarının makroekonomik istikrarsızlığa neden olduğunu ve sıkı bir şekilde denetlenmesi gerektiğini ileri sürmektedir. İkinci görüş, finansal serbestleşmenin zamanlaması ve sıralamasının dikkate alınması gerektiğini ve ondan sonra sermaye akımlarının uygun, tutarlı politikalarla yönetilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Neoklasik yaklaşımı savunan üçüncü görüşe göre ise, sermaye akımlarının önündeki bütün engeller ve kısıtlamalar kaldırılmalıdır. Çünkü finansal serbestleşme ile dünyadaki kaynaklar daha etkin ve verimli kullanılacak, bu da uzun vadeli büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratacaktır¹⁷². Ancak, 1990'lı yıllarda GOÜ'lerde ortaya çıkan finansal krizler sonrası, sermaye hareketlerinin daha çok olumsuz yönleriyle anılmaya başlaması, son dönemlerde yazında ikinci görüşün öne çıkmasına neden olmuştur. Türkiye'de finansal serbestleşme politikalarının sıralaması uygun yapılmasına karşın, 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinde zamanlama hatası yapıldığı yönünde görüşler bulunmaktadır. Henüz makroekonomik dengeler tam olarak sağlanmamışken yapılan serbestleşme, bazı makroekonomik değişkenleri olumsuz yönde etkilemiştir.

24 Ocak 1980 Kararları ile yoğunluğu giderek artan bir serbestleşme ve dışa açılma sürecine giren Türkiye ekonomisinde 1989 yılında alınan 32 sayılı kararlar, uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki bütün denetimler kaldırılarak, Türk finans piyasaları tümüyle dışa açılmıştır. 32 sayılı kararın etkilerinin görülmeye başlandığı 1990 yılından sonra Türkiye'ye yönelik finansal sermaye hareketlerinde meydana gelen belirgin artış, makroekonomik göstergeler ve politikalar üzerinde önemli etkiler doğurmuştur. Bu bağlamda, çalışmanın bu kısmında, sermaye hareketleri serbestleştirildikten sonra Türkiye ekonomisinde yaşanan gelişmeler çerçevesinde, sermaye akımlarının makroekonomik etkileri incelenmektedir.

¹⁷² Kont, a.g.e., ss.712-713.

2.1. MİLLİ GELİR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Yabancı sermaye ülke içinde üretim yaptığından yatırım yapılan ülkenin milli gelirine katkısı bulunmaktadır. Bu üretim artışı ülkenin GSMH'na dahildir. Fakat, yabancı sermayenin üretim yapmak için kullandığı girdileri kendisinin üretilmediği, milli gelirdeki artış oranını bulabilmemiz için önemlidir. Eğer ithal edilen girdiler varsa bunlar ülkenin GSMH'da yer almaz. Buna bağlı olarak da, yabancı sermayenin milli gelir açısından ülke ekonomisine net katkısı, yabancı yatırımların yaptığı üretimden, üretimi gerçekleştirmek kullanılan girdilerin çıkarılmasıyla bulunur. Net katkı cebirsel olarak şu şekilde gösterilebilir.¹⁷³

$$K = H - G$$

Bu eşitlikte, H hasılayı, G ise girdiyi göstermektedir. Bu eşitlik, yabancı sermaye tarafından ülkenin girdi hasılasına yapılan net katma değeri ifade etmektedir. Net katma değer, üretim faktörleri toplamına ödenen miktarlar ile üretimi yapan şirketin kendi ülkesine transfer ettiği girişimcilik hizmetleri karşılığını içermektedir.

$$K = H - G = F + R$$

Burada;

F: Faktörlere ödenen ücret, faiz, rant, kar

R: Girişimcilik hizmetleri karşılığı transfer edilen miktarı göstermektedir.

Fakat bu eşitlik, yabancı sermaye tarafından kullanılan yerli üretim faktörlerinin alternatif maliyetlerini kapsamamaktadır. Bu faktörler yabancı sermaye tarafından kullanılmıyorsa, yerli firmalar tarafından kullanılarak da milli gelir artışına katkıdan bulunabilirlerdi. Fakat yabancı sermaye, üretim faktörlerini atıl bir şekilde üretime katkıda bulunmazken kullandıysa, o zaman bu öğelerin fırsat maliyetleri sıfır olacaktı. Bu üretim faktörlerinin fırsat maliyetlerinin sıfır olduğu durumun dışında, yabancı sermaye tarafından diğer şirketlerden sağlanan üretim faktörlerinin fırsat

¹⁷³ Rıdvan Karluk, **Uluslararası Ekonomi**, Ankara: Turhan Kitabevi, 2002, s. 315

maliyetleri ile yerli üretim faktörlerinin fırsat maliyetlerinin de hesaplanması gerekir. Yerli üretim faktörlerinin fırsat maliyetleri N ile gösterilirse formül;

$$K = (F + R) - N$$

şeklini alır. Buraya kadar oluşturduğumuz eşitliklerde yabancı sermayenin ülke üretimine yaptığı doğrudan katkıları göstermiş olduk. Bu doğrudan katkıların dışında, yabancı yatırımların ülke ekonomisine dolaylı katkıları da vardır. Bu dolaylı katkıları dışsal ekonomiler ve negatif dışsal ekonomilerdir. Fakat ekonomi üzerindeki etkilerini hesaplamak için net dışsal ekonomileri (dışsal ekonomiler-negatif dışsal ekonomiler) dikkate alacağız. Net dışsal ekonomileri de L ile gösterirsek; eşitliğimizin şu şekli alır.

$$K = (F + R) - N + L$$

Ve net katkı eşitliğimize son şeklini vermek için, yabancı sermayenin net geliri üzerinden yatırımın yapılmış olduğu ülkeye ödediği vergileri (V) eklemek gerekir. Bu yüzden, yabancı sermayenin gelir vergisini ödedikten sonra kalan geliri R* ile gösterirsek;

$$K = (F + R^* + V) - N + L$$

Eşitliğimiz son halini almış olur. Yabancı sermayenin milli gelir üzerindeki net katkısını formüle ettikten sonra maliyetleri de gösterebiliriz. Yabancı yatırımların yatırım yapılan ülkeye maliyeti (E) ise yabancı üretim faktörlerine yapılan ödemeler, ülke dışına ödenen personel ve yönetim ücretleri, lisans, patent hakkı, kar veya faiz gelir transferlerinin toplamıdır. Yabancı sermayenin yatırım yaptığı ekonomiye yaptığı net katkıyı, o ekonomiye olan maliyetine böldüğümüzde Net Fayda / Maliyet Oranını elde etmiş oluruz.

$$\text{Net Fayda / Maliyet Oranı} = (F + R^* + V) - V + L / E$$

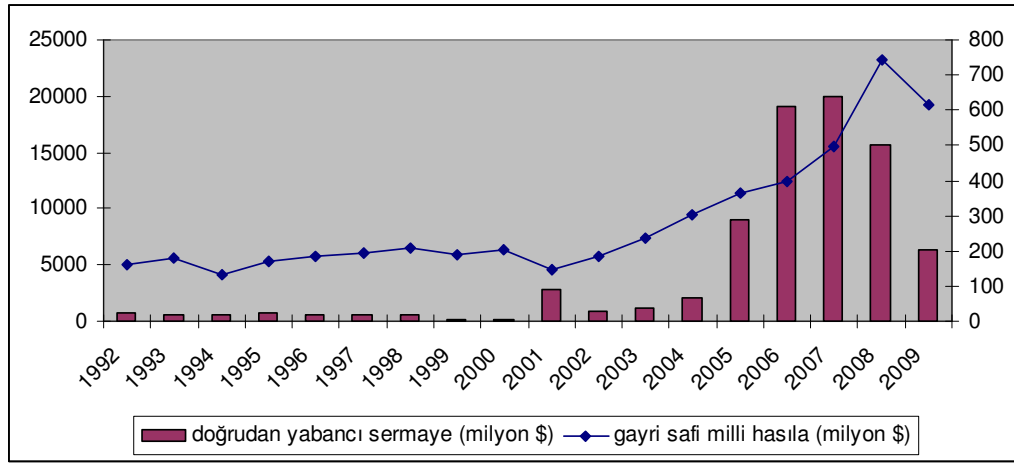
Bu oran birden büyük olursa, yabancı sermayenin yatırım yaptığı ekonomiye katkısı kendi maliyetinden büyük olur. Fakat bu oran birden küçük olursa, yabancı sermayenin ülke ekonomisine katkıda bulunmadığını gösterir.¹⁷⁴

Ayrıca ülkeye giren sermaye akımları yerel paranın yabancı paralar karşısında değer kazanmasına neden olarak döviz cinsinden ölçülen ekonomik göstergeler üzerinde reel olmayan olumlu etkiler yaratmaktadır. Yine aşırı değerlendirilen yerel para, ithalatı görece olarak ucuzlatarak ithalat artışına yol açmakta ve yukarıdaki

¹⁷⁴ Karluk, **Uluslar arası Ekonomi**, a.g.e., s. 317

açıklamalar ışığında ülke üretimde artışa neden olmaktadır. Bu artış özellikle hammadde ve yarı mamul madde ithalatı sonucu yurtiçinde katma değer yaratarak sağlanır. Ve tüm bu gelişmelerin yanında, ülkelerin uluslararası ekonomiye sıkı sıkıya bağlı olması ve diğer ülkelerle karşılaştırma kolaylığı sağlaması yüzünden dövize (özellikle Amerikan Doları) çevrilerek hesaplanan milli gelir rakamlarında reel üretim artışına dayanmayan olumlu etkiler gözlenmektedir.

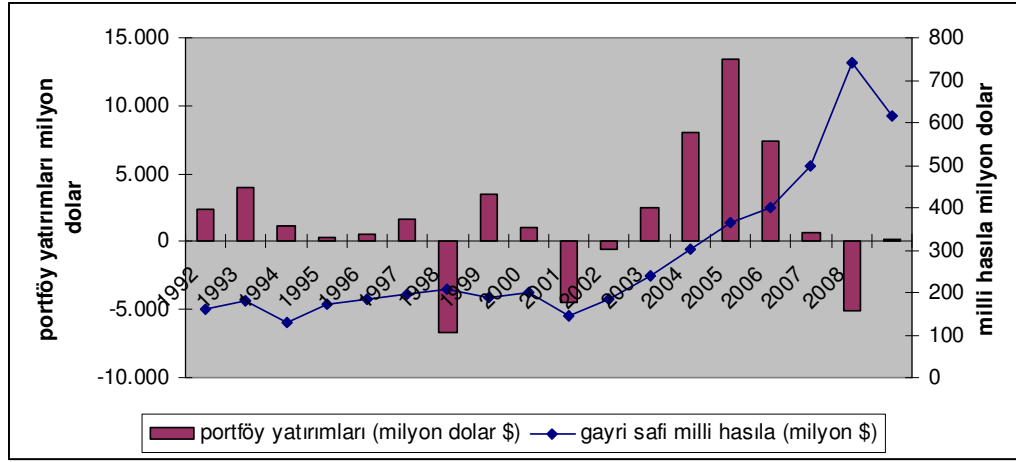
Grafik 6: Doğrudan Yabancı Sermaye ve Milli Gelir Arasındaki İlişki



Kaynak : TCMB

1994 yılında makro ekonomik dengelerin bozulması ekonomik istikrarsızlığı beraberinde getirmiştir. Bu yıl içerisinde 559 milyon dolarlık yabancı sermaye karşısında ekonomi 6,1 oranında küçülmüştür. Ekonomik ve politik istikrarın bozulduğu 1998 ve 1999 yılında hem yabancı hem de büyüme hızında nispi olarak daha düşük bir hızla artış göstermiştir. 2001 yılı Türkiye'nin yeni bir ekonomik kriz ile karşı karşıya olduğu dönemdir. Bu yılda diğer yıllardan farklı olarak yabancı sermaye diğer yıllara oranla artış karşısında, ekonomi 9,5 oranında küçülmüştür. Ülke ekonomisinde yabancı sermaye yatırımlarının artmasına rağmen ekonominin bu denli küçülmesinin nedeni, mali ve reel ekonominin oldukça kötüleşmesinden kaynaklanmaktadır. Türkiye'de kriz yıllarına siyasi istikrarsızlığın eşlik etmesine bağlı olarak, siyasi istikrarla güçlü bir ilişkisi olan doğrudan yabancı yatırım girişlerinde 1 yıl gecikmeli olarak 2002 yılında azalma yaşanmıştır. 2006 yılından itibaren özelleştirmeler ve hisse devir bedelleri ile sağlanan doğrudan yabancı yatırım girişlerine GSMH'deki artışlar eşlik etmiştir.

Grafik 7: Portföy Yatırımları ve Milli Gelir Arasındaki İlişki



Kaynak : TCMB

2.2.ÖDEMELER DENGESİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Yabancı sermaye yatırımları ödemeler dengesini çok farklı şekillerde etkilemektedir. Ülkeye yatırım için gelen yabancı sermayenin ürettiği mal ve hizmetlerin ihracı veya ithal ikamesi ödemeler dengesi üzerinde olumlu bir etki yaratırken; yabancı sermayenin üretimde kullandığı ithal malı girdiler, yabancı üretim faktörlerine ödemiş olduğu faktör gelirleri, lisans ve kar transferleri ödemeler dengesi üzerinde olumsuz etkilere neden olur.¹⁷⁵

Yabancı yatırımların ödemeler dengesi ülke ekonomisine etkilerini genel olarak iki grupta toplayabiliriz. Yatırım yapılan ülke açısından yabancı yatırımların ilk etkisi finansal akım etkisidir. Buna göre, yatırım yapılan ülkeye bir sermaye girişi gerçekleşirken, aynı zamanda yatırımcı ülke firmalarına bağlı şubelerin elde ettikleri geliri yeniden yatırıma dönüştürebilir. Sermaye girişleri, yatırım yapılan ülkenin ödemeler dengesine gelir olarak kaydedilir. Ancak, yabancı firmanın üretimi sonucu elde edilen gelir ev sahibi ülkeye geri döndüğünde ödemeler dengesi olumsuz şekilde etkilenir. Bu geri dönüşün etkisi, yatırımların geri dönüş oranına ve geri giden kazançların payına bağlıdır. Ticari akım etkisi ise, yatırım yapan ülke ve bağlı şirketler arasında ticari ilişkiler kurulmasına denilir. Yatırım yapan ülkedeki ana

¹⁷⁵ Karluk, **Uluslar arası Ekonomi**, a.g.e., s. 318

şirket, bağlı şirketlerinden parça, hammadde veya tamamlanmış mallar satın aldığı anda ülkenin ticaret hacminde ve ihracatında bir artış sağlanmış olur.

Yukarıda kısaca anlattığımız etkileri matematiksel bir eşitlik olarak şu şekilde gösterebiliriz.

K : Yabancı Sermaye Girişi

X : Yabancı Sermayeli Firmanın ihracatı

S : İthal ikamesi

R** : Kar Transferleri

F* : Dış Faktörlere Yapılan Ödemeler

M : Firmanın Kullandığı İthal Malı Girdi

M* : Yüksek Gelir Grupları Tarafından Uyarılmış İthalat

D : Yabancı Sermaye Payının Geriye Transferi olarak gösterildiğinde;

Ödemeler Dengesine Katkı: $K + X + S$ ve

Ödemeler Dengesinde Maliyet: $(R^{**} + F^*) + (M + M^*) + D$ olarak gösterilir. Bu iki eşitlik yardımıyla ise yabancı sermayenin ülke ekonomisine Net Fayda / Maliyet Oranı aşağıdaki gibidir.

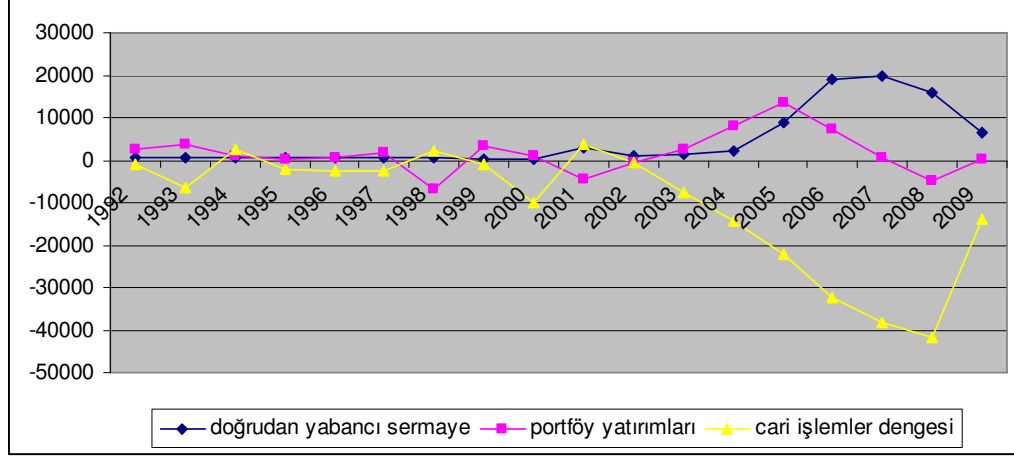
$$\frac{K + X + S}{(R^{**} + F^*) + (M + M^*) + D}$$

Net Fayda / Maliyet Oranı sıfır ise, yabancı sermayenin ödemeler dengesine olumlu bir katkı yapmadığı söylenebilir. Ve bu oran eksi bir değer alırsa, yabancı sermayenin ödemeler dengesi üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu gösterir.

Yabancı sermayenin ödemeler dengesine olumlu katkıları, yabancı sermayeli şirketlerin ihracat olanaklarının fazla olmasına bağlıdır. Yani yabancı sermayeli şirketler, uluslararası piyasalardaki etkinlikleri ile ülke ihracatının artmasını sağlamaktadırlar. Böylelikle, ödemeler dengesi üzerinde kar transferinden doğan olumsuzluğun etkilerini azaltmaktadırlar.¹⁷⁶

¹⁷⁶ Ünal Bozkurt, “Ekonomide Yabancı Sermayenin Yeri ve Önemi”, İstanbul: **YASED Yayınları**, No: 20, 1985, s. 9

Grafik 8: 1992-2009 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları-Portföy Yatırımları ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisi (milyon dolar)



Kaynak : TCMB

Grafik 8’de 1992-2009 yılları arasında cari işlemler dengesi ile doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları arasındaki ilişki gösterilmiştir. Buna göre doğrudan yabancı yatırım ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişki oldukça zayıftır. Ancak Türkiye’de cari işlemler açığı ile portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri arasında uzun dönemli bir ilişki görülmektedir. Cari işlemler açığının yüksek olduğu yılların aynı zamanda portföy yatırımlarının yoğun yaşandığı yıllar olması bu ilişkiyi desteklemektedir. Bu bağlamda doğrudan yabancı yatırımların cari işlemler dengesine etkisi, spekülasyon sermaye hareketlerinin etkisi kadar ani ve ağır olmamaktadır.

2.3. İSTİHDAM ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunlarının başında yüksek oranlardaki işsizlik gelmektedir. Yabancı sermaye yatırımlarının yatırım alan ülke ekonomisi açısından yaratacağı istihdam büyük önem taşır. Bu etkiyi araştırabilmek için yabancı sermayenin geliş şeklinin ve üretim yaptığı sektörün bilinmesi gerekir. Örneğin, yabancı bir şirket mevcut bir yerli şirketle birleşerek veya yerli şirketi tamamen satın alarak geliyorsa ilave bir istihdam yaratması söz konusu olmaz. Ancak yabancı sermaye, daha önce yatırım yapılmamış ve altyapı olanaklarının

gelişmemiş olduğu bir sektörde yatırım yapıyorsa (greenfield), bu tür yatırımların istihdama katkısı çok daha fazla olacaktır. Bu tür istihdam artışlarında, yabancı sermayeli firmanın yerel üreticilerle doğrudan rekabet etmemesi durumunda en yüksek katkı sağlanır. Yeni yatırım alanlarında yabancı yatırımların artması sonucunda yatırımlar sayesinde gelişen altyapı diğer firmaların da üretimlerini etkileyerek dışsallıklar sayesinde istihdamda artış yaratır. Yabancı sermayenin istihdam yaratması açısından bir başka değerlendirme de gelen üretim teknolojisinin emek-yoğun teknoloji mi, yoksa sermaye-yoğun teknoloji mi, olduğuna göre değişmektedir. Sermaye-yoğun teknoloji kullanımında istihdam yaratma etkisi daha sınırlı kalmaktadır.¹⁷⁷

Yabancı sermayenin istihdam üzerindeki etkilerini genel olarak ikiye ayırabiliriz. Bunlardan ilki dolaysız etkilerdir. Yabancı sermayenin üretim yaptığı teknolojinin yapısı istihdam üzerinde doğrudan bir etkiye sahiptir. Teknolojik yapı, üretimin gerçekleştirildiği ülkedeki faktör fiyatlarını, teknolojinin yapısını, esnekliğini ve rekabet ortamını etkilemektedir. Yabancı firma üretim için uluslararası rekabetin getirdiği en modern ve en verimli teknolojiyi seçecektir. İstihdam üzerindeki diğer bir doğrudan etki ise yatırımın yapılacağı yerle ilgilidir. Yoğun bir sanayi bölgesindeki yatırım, işgücü azlığından dolayı birim sermaye başına daha az istihdam yaratabilir. Buna karşın, yatırımların az olduğu bir bölgeye yapılan yatırım daha fazla istihdam yaratma etkisine sahiptir. Bu doğrudan etkilerin yanında bir de dolaysız etkiler vardır. Yabancı sermayenin ürettiği mallar yerli endüstrilerde girdi olarak kullanılması ve diğer taraftan üretim için gerekli olan girdiler yerli endüstrilerden sağlanması istihdam üzerinde dolaylı etkiler yaratmaktadır.¹⁷⁸

Bununla birlikte, küresel alanda birçok şirket diğer ülkelerde yatırım yaparken kendi amaçları doğrultusunda hareket etmektedirler. Bir ülkede yatırımda bulunan şirketler, üretim yaptıkları sektörlerdeki şirketlere ortak olarak veya onları satın alarak yönetimlerini ele geçirmektedirler. Bu şekilde bir politika uygulayan yabancı sermayenin istihdam üzerinde olumlu bir etki yaratacağı söylenemez.

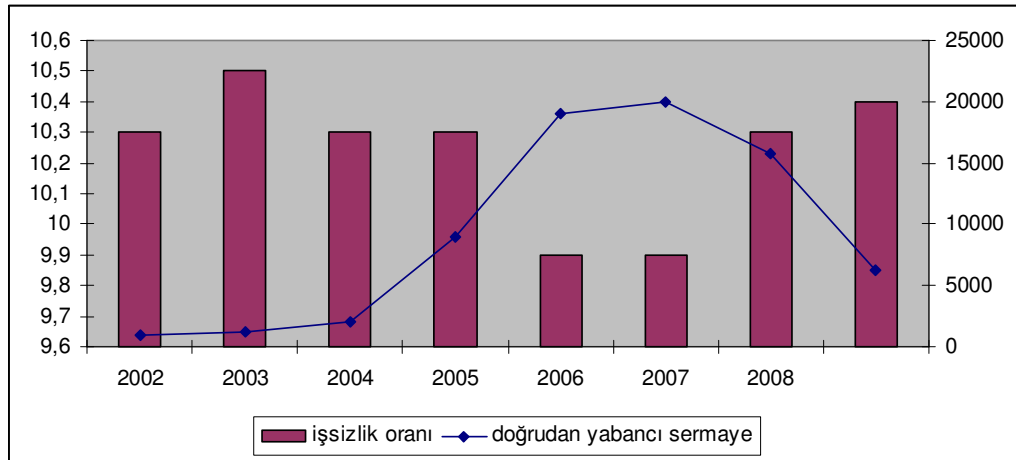
¹⁷⁷ Muhammet Akdiş, “Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler”, İstanbul: **YASED Yayınları**, 1988, s. 104

¹⁷⁸ Naci Gündoğan, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İstihdam Üzerindeki Etkileri”, Ankara: **Hazine Dergisi**, Ocak-Nisan, 2002, s. 21

Yabancı sermayeli şirket, üretim yaptığı sektördeki yerel firmalar üzerinde de istihdam açısından etkilere sahiptir. Yabancı sermayenin yerel firmalar üzerindeki olumlu etkileri, yerli şirketlerin daha etkin olmaya çalışmaları, teknik bilgi düzeylerini ve yönetim tekniklerinin geliştirmeleridir. Olumsuz etkileri ise, yerli şirketler yabancı sermayenin rekabeti sonucunda piyasa dışında kalabilirler. Uluslararası düzeyde bir rekabet gücüne sahip olan yabancı sermaye üretim yaptığı sektördeki rekabet gücü düşük olan yerli firmaların üretimlerini durdurmalarına neden olabilir.¹⁷⁹

Genel olarak yabancı sermaye yatırımlarının yatırım yapılan ülkenin istihdamında olumlu bir etki yaratabilmesi için yatırımların, yerli sermaye ile bütünlük sağlanacak şekilde yapılması, işgücü kalitesini artırması ve emek-yoğun teknolojilere sahip olması gerekir.

Grafik 9: 2002-2009 yılları arası doğrudan yabancı yatırımlar (milyon \$) ile işsizlik (%) oranları arasındaki ilişki



Kaynak: www.tuik.gov.tr

Grafik 9'da görüldüğü üzere doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile işsizlik arasında yoğun bir ilişki vardır. Bu bağlamda doğrudan yabancı sermaye girişlerinin yoğun olduğu 2006-2007 yılları arasında işsizlik oranı %9,9'a düşmüştür.

¹⁷⁹ Faruk Cömert, "İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye", Ankara: **Hazine Dergisi**, Sayı: 12, 2000, s. 12

2.4. TEKNOLOJİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üretimlerini arttırabilmek ve uluslar arası piyasalarda rekabet gücü olan mallar üretebilmek için yeni teknolojilere ihtiyaç duyarlar. Fakat kendileri yeni teknoloji üretemeyen bu ülkeler teknoloji ithal ederler. Yani teknoloji “dışsal” bir faktördür. Dolayısıyla yabancı sermayenin ülkeye yatırım yaparak getirdiği teknoloji zaten ülkenin ithal etmesi gereken bir teknoloji ise ülke ekonomisine ek bir fayda sağlamayacaktır.¹⁸⁰

Teknoloji, yeni bir mal veya hizmet üretimine ya da imalat metotlarının bulunmasına, geliştirilmesine veya pratik sorunların çözümüne yönelik uygulamalı teknik bilgiler bütünü olarak tanımlanabilir. Teknoloji fiziksel bir kavram olmadığından transferi oldukça değişik, zaman alıcı ve eğitim gerektiren bir uygulamadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ileri teknolojiye dayalı yatırımlara, üretim ve sanayi tesislerine büyük bir gereksinimleri vardır. Bu ülkelere yatırım yapan uluslar arası sermaye, yatırım yaptığı ülkenin yetersiz olan sermaye açığını kapatmanın yanı sıra ülkeye yeni teknolojiler ve bilgi birikimi getirerek ülkenin ihracat imkanlarını geliştirebilmektedir. Böylelikle o ülkedeki iş idaresi ve yönetim anlayışlarını değiştirmektedir. Gelişmiş ülkeler açısından ise, patent ve bilgi transferlerinde yaşanan kısıtlama ve engellemeler nedeni ile ileri teknoloji ürünlerinin bizzat bu teknolojilere sahip olan kurumlarca getirilip ülkenin üretiminde kullanılması önem arz etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin yanında gelişmiş ülkeler de, ileri teknoloji transferi için yabancı yatırımlara gerek duymaktadırlar.¹⁸¹

Günümüzde teknoloji üretiminin çoğu, gelişmiş ülkelerde üretim yapan çok uluslu şirketlerce geliştirilmektedir. Bu şirketler, güçlü finansal yapıları sonucunda araştırma-geliştirme harcamalarına büyük fonlar ayırabilmektedirler. Bu yüzden çok uluslu şirketler, hem teknolojinin bulunmasında hem de teknoloji transferi açısından büyük öneme sahiptirler. Gelişmekte olan ülkelerin, ileri sanayi ülkelerinin ve çok uluslu şirketlerin kullandıkları üretim tekniklerine ulaşmaları için iki yöntem vardır.

¹⁸⁰ Gülten Kazgan, **Ekonomide Dışa Açık Büyüme**, İstanbul: İstanbul Altın Kitaplar Yayınevi, 1988, s. 50

¹⁸¹ Faruk Cömert, “Yabancı Sermayenin Dünyü, Bugünü ve Geleceği,” Ankara: **Hazine Dergisi**, Sayı: 12, 1998, s. 5

- Teknik bilgi, lisans anlaşmaları, teknik yayımlar, resmi teknik yardım programları ve diğer haberleşme araçları ile transfer edilebilir. Ama bu transferler beraberinde bazı sınırlamalara neden olabildiğinden tercih edilmemektedir.
- Teknoloji transferinin diğer bir yolu, yabancı sermayeli şirketler tarafından yapılan doğrudan yatırımlar ile yatırımı alan ülkeye getirilmesidir.¹⁸² Bu diğer transfer şekline nazaran yatırım yapılan ülke açısından daha çok tercih edilen bir yöntemdir.

Teknoloji transferinin en yaygın yollarından biri, yerel işgücünün çok uluslu şirketlerde çalışarak yeni üretim tekniklerini öğrenmesi ve daha sonra bu teknikleri yerel firmalara aktarmasıdır. Böylelikle vasıfsız olan işgücünün eğitilmesi ve yönetim becerisi kazandırılması sağlanabilir.

2.5. TASARRUF VE YATIRIMLAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Büyümenin ve kişi başına milli gelirin artması için ekonomide üretim artışı yaşanması gerekir. Bu üretim artışı ise yatırımlarda artış sağlanarak üretim kapasitesinin artırılmasıyla mümkün olur. Yatırımlardaki artış yurtiçi tasarrufların bir kısmının tüketilmeyerek yatırımlara ayrılmasıyla oluşur. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kişi başına düşen milli gelir rakamları düşük olması nedeniyle kişilerin gelirlerinin büyük kısmı zorunlu tüketim harcamalarına gitmekte ve tasarruflara buna bağlı olarak da yatırımlara ayrılan pay düşmektedir. Bunun yanında sanayileşme için yeni teknolojiye ve sermayeye ihtiyaç vardır. Bu yüzden, özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler sermaye açıklarını finanse etmek için yabancı sermayeye ihtiyaç duyarlar.¹⁸³

¹⁸² Rıdvan Karluk, “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları”, İstanbul: **İTO Ekonomik Yayınlar Dizisi**, No: 13, 1983, s. 13

¹⁸³ Metin Kamil Ercan, “Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle Ülkenin Kalkınışlığı Ve Krizler Arasındaki İlişki”, Ankara: **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 2, 2001, s. 87

Tablo 5 : Türkiye’de Tasarruf Eğilimi

TASARRUF/GSMH Oranları			
YILLAR	Özel Tasarruf/GSMH	Kamu Tasarruf/GSMH	Toplam Tasarruf/GSMH
2000	23,4	-5,2	18,2
2001	27,3	-9,9	17,4
2002	25,3	-6,2	19,1
2003	24,6	-5,3	19,3
2004	21,6	-1,3	20,3
2005	14,2	4	18,2
2006	11,3	5,3	16,6
2007	13,1	2,4	15,5
2008	15,1	1,7	16,8
2009	16,8	-2,6	14,2

Kaynak : Hazine Müsteşarlığı

Türkiye ekonomisine bakıldığında da, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle beraber ülkeye giriş yapan yabancı sermaye miktarındaki artış, önceki dönemlere göre tasarruf eğilimlerinde bir artış yaratmadığı ve hatta bir miktar azalttığı Tablo 6’da görülmektedir.

Türkiye’de tasarruf oranlarındaki azalışın en büyük nedeni kamu tasarruflarında meydana gelen azalmadır. Sürekli bütçe açıkları, reel faizlerin yükselmesine katkıda bulunarak borcu borçla ikame etme sürecini başlatmış ve kamu açıklarının daha da artırmıştır. Bu durum bütçe içerisindeki faiz ödemelerinin payını artırarak kamu tasarruflarının azalmasına neden olmuştur.

Yurtiçi tasarruflardaki artış özel ve kamu tasarruflarındaki artışlarla sağlanabilir. Yukarıda değindiğimiz üzere, gelişmekte olan ülkelerde kişi başına düşen milli gelir düşük olması nedeniyle marjinal tasarruf eğilimi de düşüktür. Bu nedenle artan gelir, artan nüfus tarafından emilmekte ve tasarruflar önemli miktarda artmamaktadır. Kamu tasarrufları, hızlı nüfus artışı, eğitim, sağlık, tarım ve savunma harcamalarının

artması ve vergi gelirlerinin vergi kaçakçılığı nedeniyle arttırılamaması sonucu yeterli düzeye ulaşamamaktadır.¹⁸⁴

Yabancı yatırımlar, ülkedeki yatırımlar için gerekli sermaye düzeyini arttırıp, döviz yokluğu ve tasarruf yetersizliği gibi kalkınmanın önündeki darboğazları azaltmaktadır. Böylelikle ülkede yetersiz olan sermaye oluşumuna katkı sağlamaktadır.

3.ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Türkiye 1989 yılında, IMF'nin önerdiği finansal serbestlik politikasını benimsedi ve 1990 yılından sonra dünyadaki konjonktür sonucu hızlı bir şekilde artan sermaye hareketleriyle etkileşimi arttı. Bu gelişme sonucunda, diğer gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde, Türkiye'de de aşırı bir spekülasyon sermaye girişi yaşandı. Bu aşırı spekülasyon sermaye girişinden etkilenen tüm gelişmekte olan ülkelerde, ülkenin kendi iç koşullarından bağımsız olarak, ekonomik dengelerde olumsuz etkiler ortaya çıkmıştır. Uluslararası sermaye akımlarının Türk ekonomisi üzerindeki etkilerini açıklamak için; sermaye akımlarının ekonominin temel dengeleri üzerindeki etkilerini açıklamak gerekir. Aşağıda, sermaye akımlarının ekonominin temel dengeleri üzerindeki etkileri araştırılacaktır.

Türkiye'nin sermaye hareketlerini serbestleştirmek istemesinin en önemli nedeni, dış tasarrufların büyümeyi hızlandıracağı iddiası olmuştur. Ve döviz açığımızın finansmanı için yabancı yatırımların ülkemize çekilebilecek olması da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmek istenmesini hızlandırmıştır. Türkiye'de yabancı sermayeyi ülkemize çekmek için yapılan yasal düzenlemelerden sonra, yüksek reel faizlerin de sonucunda, ülkemize giren yabancı sermayede önemli artışlar gözlenmiştir. Bu artan yabancı sermaye girişlerinin ilk etkisi TL'nin reel olarak değer kazanması olmuştur. 1990'lı yılların büyük kısmında uygulanan yüksek reel faiz politikası, devalüasyon olgusunu gündeme getirmiştir. Bu politika sonucunda, kısa vadeli ve spekülasyon yabancı yatırımlar için Türkiye önemli bir

¹⁸⁴ Akdiş, a.g.e., s. 71

finansal yatırım ortamı olmuştur. Fakat, uzun vadeli yabancı yatırımların ülkemize çekebilmek için gerekli yasal düzenlemeler yapılmamış, bunun yanında uzun vadeli yatırımların ülkemizde yatırım yapmak için aradıkları ekonomik ve mali istikrar sağlanamamıştır.

1990'larla birlikte ülkemizde, yurtiçi veya yurtdışı konjonktürden kaynaklanan olumsuzluklara bağlı olarak, çok hızlı yabancı sermaye çıkışlarıyla karşılaşma riski olan kırılgan bir ekonomi yapısı oluşmuştur. Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin önemli bir kısmı bankalar aracılığıyla ekonomimize girmektedir. Bankalar ellerindeki yabancı sermayeyi Merkez Bankası'na satarak TL likidite elde etmektedir. Merkez Bankası ise, bu TL likiditeyi kendi para politikası çerçevesinde sterilize etmek durumunda olması faizlerin yüksek seviyelerde kalmasına neden olmaktadır. Bu yüksek faizler ise, yeni yabancı fonların girişine neden olmuştur. Yüksek faiz oranlarının yanı sıra ortaya çıkan ekonomik istikrarsızlık sonucunda reel sektörlere yönelik yatırımlar ertelenmiştir. Bunun yanında, yüksek talep ve yerli paranın değerlendirilmesi yatırımların ticarete konu olmayan sektörlere yönelmesine neden olmuştur. Özetlemek gerekirse, 1990'lı yıllarda ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermaye ekonomide kırılganlıklara ve dengesizliklere neden olmuştur.

Ekonomik gelişmeyi gösteren büyüme rakamlarından da bu kırılgan yapı gözlenebilmektedir. Yüksek büyüme hızı sağlanan yılları daralma yılları izlemektedir. İstikrarsızlık ve yüksek faiz oranları reel sektöre yönelik yatırımların ertelenmesine neden olmuştur. Yüksek talep ve yerli paranın değerlendirilmesi ise yatırımların ticarete konu olmayan sektörlere yönelmesine yol açmıştır. Bu da cari işlemler açıklarının büyümesine neden olmuştur.

Sermaye girişleri ticareti yapılan mallar sektörünü olumsuz yönde etkilemektedir. Söz konusu olumsuz etki, ulusal paranın değer kaybı ile giderilebilmektedir. Ulusal paranın devalüasyonu, ihracat sektörünü olumlu yönde etkilemekte ve ticareti yapılan mallara olan talebi arttırmaktadır. Ancak devalüasyon dış borçların ulusal para cinsinden ifade edilen değerini yükselttiğinden, kamu kesimi borçlanma gereğini arttırmaktadır. Sermaye akımlarının sürekliliği, döviz kurunu çıpa olarak kabul eden programlarda son derece önemlidir. Sermaye çıkışları

ödeme dengesi sorunlarına neden olduğundan, döviz kurunu sermaye çıkışlarının olmadığı dönemdeki seviyesinde tutmak zorlaşmaktadır. Uluslararası yatırımcıların devalüasyon beklentileri sermaye çıkışlarını hızlandırdığı gibi rezerv seviyesini de azaltmaktadır. Bu gelişmeler neticesinde nominal döviz kuru değer yitirmektedir. Önemli miktardaki sermaye girişleri kredi arzının genişlemesine ve finansal aktif fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Özellikle ekonominin genişleme dönemlerinde, yatırım talebi ve dolayısıyla borçlanma talebi yükseldiğinden kredi talepleri artmaktadır.¹⁸⁵ Beklentilerdeki ani değişimler ise sermaye akımlarının tersine dönmesine ve finansal kuruluşların mali dengelerinin bozulmasına ve parasal krizlere sebep teşkil etmektedir. Sermaye akımları, bankalara ve banka benzeri mali kurumlara fon arzlarını genişletme olanağı sağlamaktadır. Sermaye akımlarının ülkemize girdiğinde yarattığı etkilere değindikten sonra bu etkilerin reel sektöre yönelik sonuçlarına aşağıda değinilecektir. Türkiye’ye büyük miktarlarda spekülasyon sermaye girişi olması sonucunda; yerli paranın yabancı paralar karşısında değerlenmiş, faiz oranları yükselmiş ve iç talep artmıştır. Aşağıda daha ayrıntılı olarak açıklanacak olan bu gelişmeler sonucunda ise Türkiye’deki reel sektörün rekabet gücü azalmıştır.

Türkiye’ye büyük miktarlarda spekülasyon sermaye girişi olması sonucunda; yerli paranın yabancı paralar karşısında değerlenmiş, faiz oranları yükselmiş ve iç talep artmıştır. Aşağıda daha ayrıntılı olarak açıklanacak olan bu gelişmeler sonucunda ise Türkiye’deki reel sektörün rekabet gücü azalmıştır.

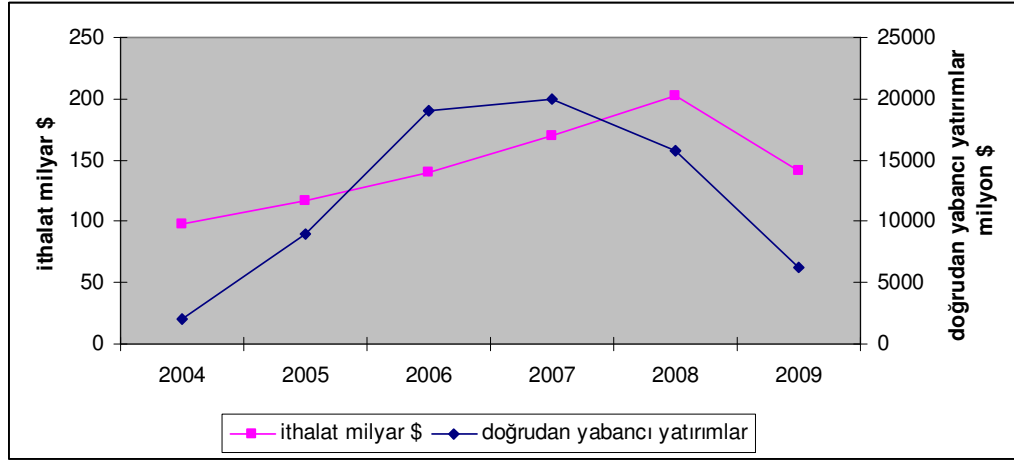
3.1. YERLİ PARANIN DEĞERLENMESİ

Sermaye hareketlerinin hızlanması sonrasında ekonomilerde yerel paranın hızla değer kazandığı görülmektedir. Böylelikle cari işlemler dengesi açıkları ortaya çıkmakta veya varolan açık artmaktadır. İthalat artış hızının ihracat artış hızından daha yüksek olduğu bu süreçte, artan cari açık sonucunda devalüasyon beklentileri artar. Özellikle yabancı sermaye girişlerinin dış ticaret açığı ve bankacılık kesimlerinin sorunlarından başlayarak bir kriz sarmalına yol açtığı pek çok ülkede

¹⁸⁵ Necla A. Aklan, “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları”, **Dış Ticaret Dergisi**, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Sayı: 6, 1997, s.7

görülmüştür.¹⁸⁶ Bu şekilde, Türkiye gibi büyük miktarlarda spekülâtif sermaye girişlerine maruz kalan bütün gelişmekte olan ülkelerde yukarıda gelişmelere paralel olaylar yaşanmıştır. Türkiye bu gelişmeler sonucunda, dış ve iç pazarlarda rekabet gücünün azalmasıyla imalat sanayi ihracatı ve üretiminde azalmalar görülmüştür. İhracatçı sektörlerde rekabet gücünün azalması nedeniyle yatırımlardan uzaklaşma, ithalata rekabet eden sektörlerde ise ürün ithalatının ucuzlaması nedeniyle yatırımlardan uzaklaşma eğilimi ortaya çıkmaktadır. Ticarete konu olmayan sektörlerde ise, uluslararası rekabetin olmaması nedeniyle, ithalat yatırımları ucuzlayarak yatırımları teşvik etmektedir.

Grafik 10: 2004-2009 Yılları Arası Doğrudan Yabancı Yatırımlar-İthalat



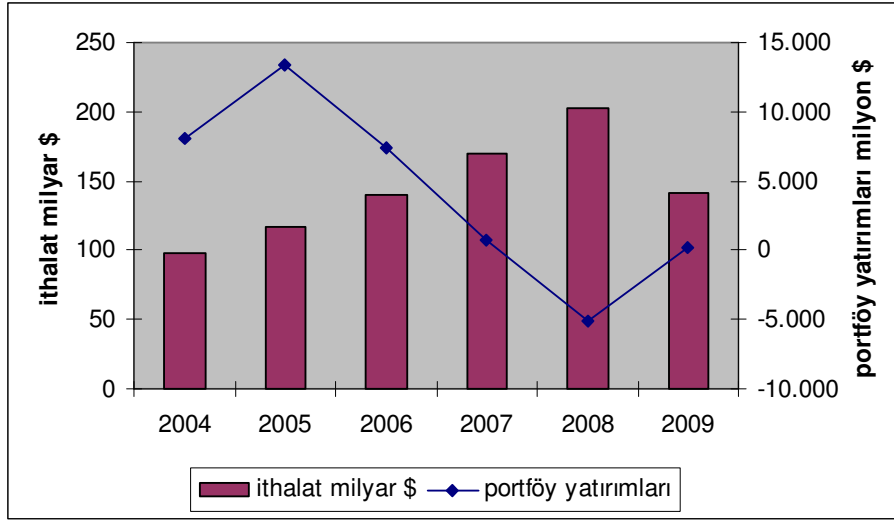
Kaynak : TCMB

Cari işlemler açığı ekonomimizin en göze çarpan sorunudur. Kısaca cari açığın nedeni, aşırı harcama ya da yetersiz tasarruf eğilimidir. Ve dış açığın finansmanı ülke borçlarında artışa neden olur. Cari açığımız oldukça yüksek seviyelerde olduğundan; bu açığın finansmanı için yabancı kaynaklara ihtiyacımız var. Bunun için de, dış yatırımları ülkemize çekmek için yabancı yatırımcılara teşvikler veriyoruz, yatırım iklimini iyileştiriyoruz, ekonomik istikrarı sağlamaya çalışıyoruz ve yüksek faiz oranları belirliyoruz. 2007 yılında uluslararası konjonktürdeki ve yurtiçindeki gelişmeler sonucunda ülkemize cari işlemler açığından daha fazla oranda bir yabancı sermaye girişi yaşandı. Bu da döviz rezervlerinde bir artışa yol açtı. Bunun yanında, dövizin bol olması sonucu düşen döviz fiyatı ve değerlenen Türk Lirası ihrac

¹⁸⁶ Yentürk, a.g.e., s. 78

mallarının maliyetleri artması ve yabancı piyasalardaki rekabet güçlerinin düşmesi sonucunda ihracatımız baskı altına alındı. İhracatımızın son yıllarda artmasının altında ise, genel olarak, ürünlerimizi dolara ve TL'ye göre değerlenen euro bölgesindeki ülkelere yapmış olmamız yatmaktadır. Aşırı değerlenen Türk Lirası, ithalatı göreceli olarak ucuzlattığından ithalatımız da hızlı bir şekilde artmıştır ve artmaya da devam etmektedir. İthalattaki artış oranları, ihracatımızdaki artış oranlarından yüksek olduğunda; cari işlemler açığımız da yükselme eğilimindedir.

Grafik 11: 2004-2009 Yılları Arası Portföy Yatırımları-İthalat



Kaynak: TCMB

3.2. FAİZ ORANLARININ YÜKSELMESİ

Spekülatif sermaye girişlerinin bir diğer etkisi ise faiz oranlarında artışların yaşanmasıdır. Faiz oranları, reel yatırımlarla finansal yatırımlar arasında tercih yapılmasını belirleyen bir faktördür. Bu yüzden finansal araçların getirisinin yükselmesi reel yatırımları azaltıcı bir etki doğurmakta ve yatırımlar finansal sektöre yani ticarete konu olmayan sektörlerle yönelmektedir. Bu büyük miktarlardaki spekülatif sermaye girişleri kamu borçlanması, alınan kısa dönemli ve yüksek faizli borçların cari harcamalarda kullanılması sonucunu doğurmuş ve bu da kamuda faizi ve dış borcu dış borçla ödeme dönemini başlatmıştır. Kamu harcamalarının en önemli kalemini faiz ödemeleri oluşturmaktadır. Bunun sonucunda yatırım harcamalarının kısılmasıyla altyapı yatırımları büyük oranda azalmıştır. Diğer

taraftan, kamu harcamalarının yetersiz olması nedeniyle eğitim, sağlık, güvenlik vb. vatandaşlar için hayati öneme sahip sektörlerdeki kamu hizmetleri yetersiz ve kalitesiz olmaya başlamıştır. Böylelikle özel sektöre rekabetin olmadığı ve dolayısıyla yüksek karlılığın olduğu bir alan oluşmakta ve özel sektörün ticarete konu olmayan sektörlerdeki yatırımlarını arttırmasının bir başka nedeni olmaktadır.

Bir önceki bölümde açıklanan, yüksek yabancı sermaye girişleri sonucunda faiz oranlarında bir düşme beklentisinin gerçekleşmemesinin en büyük nedeni: Uluslar arası sermaye akımlarının gelişmekte olan reel yatırımlardan çok, kısa vadeli kazançlara yönelik spekülasyon yatırımlarına yönelmiş olmasıdır.¹⁸⁷ Finans sektörü reel sektöre kredi vermek yerine tüketici kredilerini ve kamu iç borçlanma senetlerini arttırmıştır. Bu gelişmeler ışığında, finans sektörü reel sektörden kopmuş ve reel sektörün karlarının önemli bir kısmı faaliyet dışı karlara kaymıştır.

3.3. İÇ TALEBİN ARTMASI

Spekülasyon sermaye girişlerinin bir diğer etkisi de iç talepte artış meydana getirmesidir. Sermaye girişindeki artış, tüketimi ve cari açığı arttırdığından, yurtiçi tasarrufların düşmesine neden olmaktadır. Yurtiçi tasarrufların önemli bir kısmı, aşırı borçlanmayla beraber faiz ödemelerinin yükünün artması yüzünden yurtdışına transferleri finanse etmek için kullanılmaktadır. Dış tasarruflar da çoğunlukla ülke içi tüketimi ve tüketim malları ithalatı için kullanılmaktadır. Yurtiçi talebi arttıran bir başka faktör ise, özel bankaların kredi stoklarındaki büyüme oranının mevduatlarındaki büyüme oranından yüksek olmasıdır. Yerel bankalar genellikle uluslararası sermaye piyasası ile ülke içindeki borçlanma talebi arasında aracı işlevi gördüğünden, yüksek kredi stokları esas olarak özel sermaye girişleri sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Artan iç talep ihracat üzerinde olumsuz ve ithalat üzerinde de olumlu bir etkiye sahiptir. İç talep artışının yatırımlar ve üretim üzerindeki etkileri sektörlere göre farklılık göstermektedir. Talep artışı, ticarete konu olan sektörlerde ucuzlayan ithalat ile karşılanırken, ticarete konu olmayan sektörlerde fiyat ve yatırım artışı olarak

¹⁸⁷ UNCTAD, Trade and Development Report, Cenevre – 2001

karşılanmaktadır. İç talep artışının reel sektör üzerindeki yatırım ve üretim artırıcı etkisi bu nedenlerle çok düşük kalmaktadır.

Uluslararası sermaye girişleri para arzının yurtiçi bileşenini iki yoldan etkilemektedir. İlki, uluslararası finansal sermaye, borcun parasallaşmasına neden olmaktadır. Yabancı sermaye ülkeye girdiğinde döviz, Merkez Bankası tarafından ulusal paraya çevrildiğinden Merkez Bankası'nın uluslararası rezervlerinde artış meydana gelmektedir. Elde edilen kaynaklar harcamaların finansmanında kullanıldığında çarpan etkisi nedeniyle gelir artışı söz konusu olmaktadır. Artan gelirlerin bir kısmı bankacılık sistemine mevduat olarak yatırıldığında ise kaydi para arzı genişlemektedir. İkinci etkileme yolu ise, uluslararası sermaye doğrudan doğruya bankacılık sistemine girdiğinde, bankacılık sistemi söz konusu uluslararası sermayeyi birincil rezerv olarak kullanabilmektedir. Ticari bankalar birincil rezervlerinden krediler yarattıklarında ise likidite seviyesi sermaye girişlerinin üzerinde bir artış göstermektedir.¹⁸⁸ Sermaye akımları bankacılık sistemine para otoritesinin reeskont imkanı dışında, kredi yaratma imkânı sağlamaktadır. Sermaye girişleri ulusal paranın değerlenmesi nedeniyle ithalata yönelik bir büyümeyi başlattığı için cari işlemler bilançosu açıkları artmaktadır.¹⁸⁹

Yerel paranın değerlenmesi, faiz oranlarının yükselmesi ve iç talebin artması aşırı spekülasyon sermaye girişleriyle karşı karşıya kalan gelişmekte olan ülkelerde oluşmakta ve reel sektörün uluslararası rekabet gücünü azaltmaktadır. Bu gelişme ise yatırımların genelde ticarete konu olmayan sektörlerle yönelmesini teşvik etmektedir. Türkiye'ye de 1989 sonrasında ticarete konu olmayan özel sektör yatırımlarındaki hızlı yükselme, genel olarak, yukarıda açıklanan gelişmelerden kaynaklanmaktadır.¹⁹⁰

Sermaye akımlarının ülkemize ilk girdiğinde ekonomimizde meydana gelen değişikliklere ve reel sektör üzerindeki etkilerine yukarıda kısaca değinilmiştir. Bu

¹⁸⁸ Nurhan Yentürk, "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerine Etkileri", İstanbul: **İktisat Dergisi**, No: 366-367, 1997, s. 51

¹⁸⁹ Necla A. Aklan, Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı, s. 5

¹⁹⁰ Erinç Yeldan, "Türkiye'de Finansal Serbestleştirme Deneyimi" İstanbul: **95-96 Petrol İş Yılı**, 1995, s.25

başlığın bundan sonraki bölümünde ise ekonominin temel dengeleri olan dış denge, kamu hesapları ve para piyasaları üzerindeki etkileri tartışılacaktır.

3.4. DIŞ DENGE ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Sermaye girişleri dış denge açısından değerlendirildiğinde, sermaye girişlerinin ödemeler dengesinde cari işlemler açığına neden olduğu görülmektedir. Bilindiği üzere, net sermaye girişleri rezerv artışına gitmiyorsa veya bir sermaye çıkışı yoksa, cari açığı finanse etmek için kullanılmaktadır. Yani yabancı sermaye girişleri döviz bulunabilirliğini arttırması, açıkların finansmanına imkan vermesi ve döviz kurunun değerlenmesine yol açmasından dolayı cari açıkları arttırmaktadır. Yerli paranın değerlenmesi uluslararası rekabet gücüne ve dış ticaret dengesine zarar vererek, ithalata bağımlılığı arttırmaktadır.

Sermaye girişleri sonucu aşırı değerlenen TL, ihracat mallarının dış piyasalardaki görece fiyatını arttırdığından ve ithal mallarının yurtiçinde üretilen mallara göre fiyatlarını görece olarak ucuzlattığından dış ticaret ve cari işlemler dengelerinde önemli bozulmalara yol açmaktadır.

Tablo 6: Yabancı Sermaye Yatırımlarının Dış Denge Üzerine Etkileri

	Toplam Sermaye Hareketleri	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Diğer Yatırımlar	Cari İşlemler Dengesi	Net Hata ve Noksan	Toplam Finansman İhtiyacı ¹
1992	3.648	779	2.411	458	-974	-1.190	-2.164
1993	8.903	622	3.917	4.364	-6.433	-2.162	-8.595
1994	-4.257	559	1.158	-5.634	2.631	1.832	4.463
1995	4.565	772	237	3.903	-2.339	2.432	93
1996	5.483	612	570	4.301	-2.437	1.499	-938
1997	6.969	554	1.634	4.753	-2.638	-987	-3.625
1998	-840	573	-6.711	5.067	2.000	-713	1.287
1999	4.829	138	3.429	1.782	-925	1.302	377
2000	9.584	112	1.022	11.801	-9.920	-2.661	-12.581
2001	-14.557	2.855	-4.515	-2.667	3.760	-2.127	1.633
2002	1.191	958	-593	7.191	-626	-777	-1.403
2003	7.192	1.252	2.465	3.425	-7.515	4.420	-3.095
2004	17.730	2.005	8.023	4.156	-14.431	1.043	-13.388
2005	43.502	8.967	13.437	14.903	-22.137	1.835	-20.302
2006	42.691	19.065	7.373	11.544	-31.893	-173	-32.066
2007	48.518	19.924	717	24.066	-37.549	1.059	-36.490

(Devam Tablo 7)

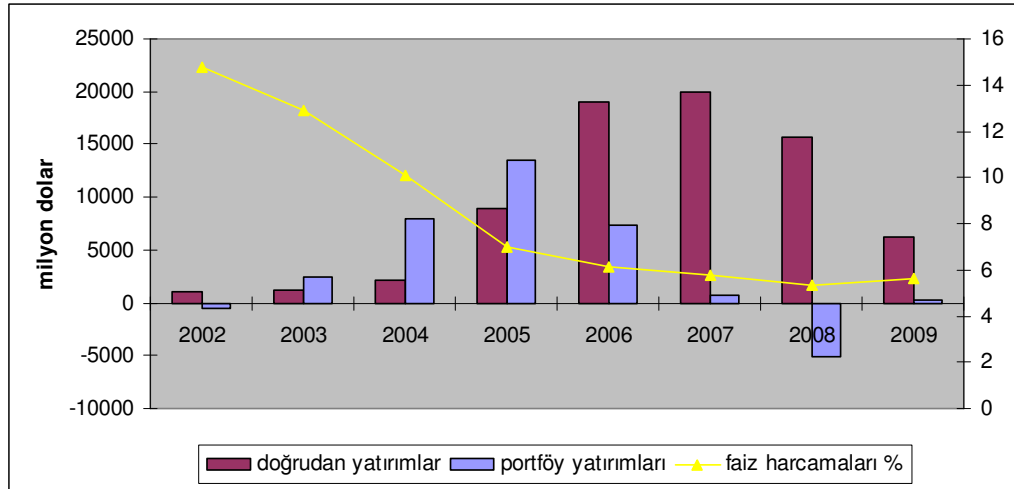
2008	44.313	15.720	-5.046	24.574	-41.906	5.641	-36.265
2009	3.386	6.307	196	2.937	-13.959	4.630	-9.329

Kaynak : TCMB

3.5. KAMU DENGESİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Kamu sektörünün borçları dış borçlar içinde yüksek bir paya sahip olduğundan, aşırı miktarda sermaye girişlerinin yarattığı faiz oranlarındaki artış faiz ödemelerinin yükünü arttırarak kamu harcamalarında bir artışa neden olmaktadır.¹⁹¹ Kamu tasarruflarındaki düşüşün ve dış borçlardaki artışın neden olduğu kamu harcamalarındaki bu artış faiz oranlarında da ani bir yükselişe neden olmakta ve faiz dışı bütçe açığı olmayan ülkelerde bile devamlı şekilde kamu açıklarının artmasına neden olmaktadır.

Grafik 12 : 2002-2009 Yılları Arası Türkiye’de Faiz Harcamaları, Doğrudan Yabancı Yatırım ve Portföy Yatırımları Arasındaki İlişki



Kaynak : TCMB

Kamu açıklarının ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini engellemek için faiz dışı bütçe fazlası verilmesi gerekli hale gelmektedir. Verilen faiz dışı fazla ise kamu yatırımlarının ve faiz dışı harcamaların azalmasına neden olmaktadır. Faiz

¹⁹¹ R. VOS, “Prospects of Financial Flows to Developing Countries In The 1990’s: The Global Macroeconomiz Trade-Offs”, International Monetary and Financial Issues for 1990s, UNCTAD, Volume II – 1993

ödemelerinin karşılanabilmesi için sermaye girişlerine gereksinim duyulması da yerel paranın yeniden değerlendirilmesine neden olmaktadır. Bu gelişmeler ışığında 1990 sonrasında Türkiye’de, faiz harcamalarının milli hasılaya oranı artma eğilimine girmiştir. Kamunun cari harcamaları ve yatırım harcamaları düşerken, kamunun harcamalarının en büyük kısmını faiz ödemeleri oluşturmaya başlamıştır. Faiz ödemelerinin artmasının nedeni ise kamu açıklarının borçlanma yoluyla finanse edilmeye başlanması ve bunun da açığı daha fazla arttırmasıdır.

Kısaca özetlemek gerekirse, sermaye girişlerinin kamu kesimi üzerindeki etkileri bütçe açığı, iç borçlanma ve kısa dönemli iç borçlanmanın sistematik olarak artmasıdır. Faiz oranlarındaki artışlar sonucunda da, yerli ve yabancı yatırımcıların spekülasyon kazançları artmıştır.

3.6. PARA PİYASASI DENGESİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Ülke içinde yaşayanların yabancı para cinsinden işlemlerinin serbestleştirilmesi, aşırı sermaye girişleriyle bir araya geldiğinde, ekonomide yabancı paranın önemini artırarak yabancı para cinsinden mevduatları teşvik etmektedir. Ayrıca aşırı sermaye girişlerinin yarattığı enflasyonist baskıda hükümetlerin yürüttüğü para politikalarının etkilerine göre şekillenmektedir. Aşırı sermaye girişleri sonucunda uygulanabilecek müdahaleci olan ve olmayan olarak iki tane para politikası seçeneği vardır. Merkez bankası müdahale etmeme politikasını seçerse, rezervlerde bir artış gerçekleşmeyecektir. Sermaye girişleri tamamen ithalattaki net artışın finansmanına yönlendirilecek ve bu da döviz kurunun değerlendirilmesi yönünde bir baskı yaratacaktır. Yani sermaye girişlerinin tümünün cari açığın finansmanına yönelmesini engellemek için yapılabilecek müdahalelerden bir tanesi rezerv biriktirmektir. Bunun yanında, dış varlıktaki yükselme para arzındaki artış tarafından ekonominin likidite seviyesini etkilemekte ve enflasyonu arttırıcı yönde bir baskıya neden olmaktadır.

Müdahaleci bir politika izlenecekse eğer, müdahale konusunda dikkat edilmesi gereken iki nokta vardır. İlki, para arzında artışı önlemek için, bu artışı sterilize edecek bir müdahalenin yeterli olabileceğidir. İkincisi ise, sterilizasyon alternatifinin

sorunsuz olmamasından hareketle, kısa dönemli sermaye girişlerinin doğrudan vergilendirilmesinin oldukça etkin olabileceğidir.¹⁹²

Sermaye girişlerine karşı müdahaleci bir politika izlenirken dikkat edilmesi gereken hususları kısaca açıklamak gerekirse; sterilizasyon, net dış varlıkların artması sonucu oluşan para arzındaki genişlemeyi emmeyi amaçlayan aktif bir politikadır. Parasal taban üzerindeki yabancı para girişinden kaynaklanan enflasyonist etkilerin nötrlenmesidir. Sermaye akımlarının etkilerinin devlet iç borçlanma senetleri ihracı ile sterilize edilmesi, borçlanma faizlerini yükselttiğinden, mali açığın büyümesine yol açmaktadır. Dar ve geniş anlamı olmak üzere iki tane sterilizasyon tanımı yapılabilir. Dar kapsamlı sterilizasyon, parasal tabanın değişmeden kaldığı, sermaye akımlarının etkilerinin, devlet iç borçlanma senetlerinin ihracı ile giderildiği bir yöntemdir. Geniş anlamda sterilizasyon ise kanuni karşılık oranlarının kullanımı ile sermaye akımlarının etkilerinin sterilize edilmesidir. Bu uygulamada parasal taban değişmektedir. Sterilizasyona yönelik müdahaleler uluslararası rezervlerde artış meydana getirmektedir. Sterilizasyona yönelik müdahaleler, ulusal para stokunun sermaye mobilitesindeki değişikliklerden etkilenmemesini sağlamaktadır.¹⁹³ Kısaca sterilizasyon, merkez bankasının, para arzındaki artışı emmek ve bunun yüksek enflasyon olarak yansımaları önlemek için açık piyasa işlemleriyle piyasaya kağıt sürmesidir.

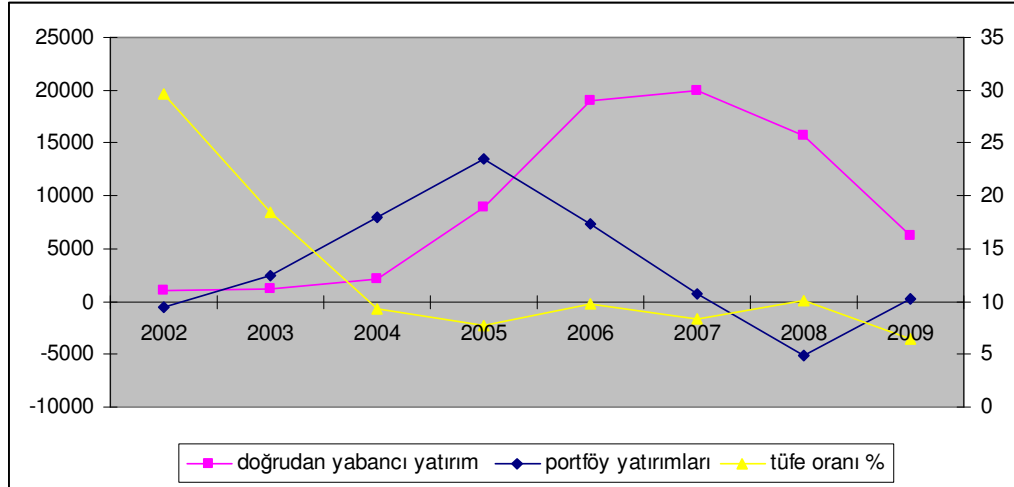
Müdahaleci politikada diğer bir yöntem ise, sermaye hareketlerinin vergilendirilmesidir. 1970'lerde Tobin tarafından ortaya atılan bu görüşün, küresel finansal işlemlerin %80'ini oluşturan kısa dönemli spekülasyon hareketlerinin karlılığını sınırlandırmaktır. Uluslararası piyasaların regüle edilmemesinden kaynaklanan kısa dönemli sermaye girişlerinin vergilendirilmesi, uluslararası dalgalanmalardan gelişmiş ülkelere göre daha fazla zarar gören gelişmekte olan ülkeler açısından gereklidir. Bu görüşe göre sterilizasyon yöntemi temel sorunu, iç ve dış piyasalar arasındaki faiz oranlarındaki farklılık nedeniyle sermaye girişlerinin açık piyasa işlemleriyle sterilize edilmesinin daha yüksek bir açığa yol açabileceğidir. Merkez bankaları, iç piyasaya uluslararası piyasalardan elde ettiğinden daha yüksek bir faizle

¹⁹² Calvo, Leiderman, Reinhart, a.g.e., s. 48

¹⁹³ Aklan, a.g.e., s. 8

kağıt sürdüğünden, sterilizasyon bir açığa neden olabilir. Yani rezervlerin maliyeti getirisinden daha yüksek bir hale gelir ve sermaye girişi miktarı ne kadar yüksekse, maliyetlerle getiriler arasındaki fark da o kadar büyük olur.¹⁹⁴ Ayrıca, aşırı sermaye girişleri piyasaya sürülen kağıtların faiz oranını arttırmakta ve iç ve dış piyasalar arasında daha büyük bir marj yaratmaktadır. Bunun nedeni, parasal taban ve cari açığındaki artış devalüasyon ve enflasyon beklentilerini arttırmakta ve böylelikle kısa dönemli sermaye girişleri için ek bir saik sağlayarak faiz oranlarının yükselmesi yönünde baskı yapmaktadır.

Grafik 13: 2002-2009 Yılları Arası Doğrudan Yabancı Sermaye ve Portföy Yatırımları ile Tüketici Fiyat Endeksi Arasındaki İlişki



Kaynak : TCMB

Türkiye ekonomisinde sermaye girişlerinin cari açığı kapatılmasında kullanılmayan kısmı uluslararası rezervlerde biriktirilmiştir. Son dönemlerdeki bu gelişme, rekor düzeydeki rezerv artışlarından da takip edilebilmektedir. Bununla birlikte, 1989 sonrasında sermaye girişleri parasal büyüklükler üzerinde baskı oluşturmaktadır. Bu gelişme, para arzının içinde yabancı para miktarının payında ve para arzının kendisinde bir büyüme ortaya çıkarmıştır.

¹⁹⁴ Yentürk, a.g.e., s.109

SONUÇ

Finansal serbestleşme sürecinde birçok GOÜ’de; faiz oranlarının serbest bırakılması, seçici kredi politikalarının kaldırılması, ulusal paranın konvertibilitesinin sağlanması, sermaye giriş ve çıkışlarına yönelik sınırlamaların kaldırılması, bankacılık sisteminin ve sermaye piyasalarının yabancılara açılması gibi uygulamalar yürürlüğe konmuştur. GOÜ’lerde finansal serbestleşmeye yönelik bu tür politikalar sürerken, gelişmiş ülkelerde büyüme hızlarının yavaşlaması ve arbitraj kazançlarının azalması, gelişmiş ülkelerde biriken tasarrufların, GOÜ’lere yönelmesine ve böylece bu ülkelere yönelik sermaye akımlarının artmasına yol açmıştır. Özellikle 1990’lı yıllarda finansal serbestleşme olgusunun hız kazanması ile birlikte, GOÜ’lere yönelik sermaye akımları büyük bir artış göstererek önemli boyutlara ulaşmıştır. Yaşanan bu süreçte, hızla büyüyen hacminin yanı sıra görece daha kısa vadeli ve spekülasyon bir niteliğe bürünen ve resmi kanallardan özel piyasalara kayan sermaye hareketleri, bu özellikleri ile en çok GOÜ ekonomilerini etkilemektedir.

Sermaye akımlarının yöneldikleri ülkede ortaya çıkan en olası makroekonomik sonuçlardan birisi, ülke parasının değer kazanmasıdır. Sermaye hareketleri ulusal piyasalardaki görece yüksek reel faize yönelirken, yarattığı döviz arzı artışı, piyasalardaki aynı döviz talebi karşısında ulusal paranın reel olarak değer kazanmasına neden olmaktadır. Sermaye girişlerinde meydana gelen artışlar, ulusal paranın değerlenmesine yol açarak cari işlem açıklarını arttırmaktadır. Ulusal paranın değerlenmesi ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmakta, ucuzlayan ithalat nedeniyle ithalat hacmi ve ekonominin ithalata olan bağımlılığı artmaktadır. Böylece, hızla büyüyen dış ticaret açıkları, ülkelerin cari işlemler açığını yükseltmektedir.

Uluslararası sermaye akımlarının en fazla etkilediği ve etkilendiği makroekonomik göstergelerden birisi de faiz oranlarıdır. Bir ülkede yurtiçi faiz oranları, uluslararası piyasaya göre ne kadar yüksekse, o ülkeye sermaye girişi de o kadar fazla olmaktadır. Sermaye girişlerini özendiren en önemli faktörlerden birisi olan faiz oranları, aynı zamanda sermaye hareketlerinden de etkilenmektedir. Bu bağlamda, bir ülkeye yönelik sermaye akımlarının artması, ülkedeki fon arzını

arttırarak yani likiditeyi genişleterek faiz oranlarını düşürmektedir. Ancak, sermaye akımlarının faiz oranlarını düşürücü etkisi her zaman ortaya çıkmayabilir. Sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki genişletici etkisinin merkez bankaları tarafından API ile sterilize edilmesi durumunda, uygulanan sterilizasyon politikasının derecesine bağlı olarak, faiz oranları düşmeyebileceği gibi yükselebilir de. Artan sermaye girişlerine karşın faiz oranlarının düşmemesinin bir nedeni de, sermaye girişlerinin devamlılığının sağlanabilmesi için yetkililer tarafından yüksek faiz politikası uygulanmasıdır.

Sermaye hareketlerindeki artışın neden olduğu bir başka gelişme ise, ülkelerin döviz rezervlerinde yaşanan artıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte, GOÜ'lerde merkez bankaları, bir yandan aşırı sermaye girişlerinin neden olduğu ulusal paradaki değerlenmeyi engelleyebilmek, diğer yandan da finansal sermaye çıkışlarına karşı güvence sağlamak amacıyla giderek daha fazla rezerv biriktirmektedir. Sermaye girişlerinin neden olduğu döviz rezervlerindeki artış, merkez bankalarının pasif bir politika izlemeleri durumunda, ülkedeki para tabanını ve dolayısıyla para arzını arttırıcı bir etki yaratmaktadır.

GOÜ'lere yönelen sermaye akımları, bir yandan ekonomik büyüme için gerekli olan dış finansmanı sağlarken, diğer yandan da ani giriş-çıkışları ile ekonominin dışsal faktörlere duyarlılığını arttırarak, finansal istikrarsızlıklara ve makroekonomik yapının kırılganlaşmasına yol açmıştır. Özellikle makroekonomik istikrarın henüz sağlanmamış olduğu GOÜ'lerde, sermaye giriş-çıkışlarında yaşanan dalgalamalar, söz konusu ülkelerde varolan istikrarsızlıkları daha da arttırmakta ve bekleyişlerin kötüleşmesi ya da herhangi bir güvensizlik ortamında sermaye girişlerinin yerini çıkışlara bırakması, yaşanan istikrarsızlık ortamının krizle son bulmasına neden olabilmektedir.

Tüm olumsuz etkilerine karşın, finansal sermaye hareketlerinin, Türkiye gibi gelişmekte olan ve ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için büyük ölçüde dış finansmana gereksinim duyan ülkelerde, sağladığı döviz girişi nedeniyle vazgeçilmez bir kaynak olduğu da göz ardı edilemeyecek bir gerçektir. Bu nedenle, sorunun çözümü için, Türkiye'nin finansal sermaye hareketlerine dayalı dış kaynak

bağımlılığının azaltılması gerekmektedir. Bu bağlamda, ekonomik büyümenin, yalnızca kısa vadeli finansman sağlayan finansal sermaye akımlarına bağımlı olmaktan çıkarılarak verimlilik artışlarından kaynaklanan reel üretim büyümesi ve ihracata dayalı bir yapıya kavuşturulması büyük önem taşımaktadır. Ekonomik büyüme için gereksinim duyulan kaynakları kısa vadeli bir anlayışla sağlamaya çalışmak yerine, kaynak yaratabilmek açısından ülkenin ihracat yapısını geliştirici politikalara ağırlık verilmesi hem Türkiye'nin finansal sermaye hareketlerine olan bağımlılığının azaltılmasına hem de kalıcı bir büyümenin sağlanmasına katkı sağlayacaktır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

Ağcaer, Arzu, **Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara:TCMB Piyasalar Genel Müd., 2003.

Akdiş, Muhammet, “Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler”, İstanbul: **YASED Yayınları**, 1988.

Akdiş, Muhammet, **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, İstanbul:Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ., 2000.

Aklan, Nejla Adanur, “Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri, Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:7, Mayıs 2002.

Aklan, Nejla Adanur, “Kriz Sonrası Süreçte Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Döviz Piyasası Müdahalelerinin Etkinliği”, **Akdeniz Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:13, 2007.

Alagöz, Mehmet ve Yapar, Sinem, “Erken Uyarı Sinyali Olarak Sermaye Göstergeleri: Asya Krizi Örneği”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:21, Sayı:247, Ekim, 2006.

Alp, Ali, **Finansın Uluslararasılaşması**, İstanbul:Yapı Kredi Yayınları, 2000.

Aysu, Gökçe, “Karanlığa Giden Yolda Arjantin: Nasıl Bu Hale Geldi? IMF Ne Kadar Suçlu?”, **Ekonomik Dergisi**, (Boğaziçi Üniversitesi, İşletme ve Ekonomi Kulübü), Sayı:4, Mayıs 2003,

BDDK, Finansal Piyasalar Raporu/Aralık 2007, Sayı:8.

Baker, Stephen A., “**An Introduction to International Economics**”, Harcourt Brace Jovanovich Publishers, 1990

Bali, B. Bülent ve Mustafa Çelen, “Finansal Piyasalar ile İç Borçlanma Maliyeti İlişkisi: AB Ülkeleri ile Bir Karşılaştırma”, **18. Türkiye Maliye Sempozyumu Tebliğleri**, Girne, 13-16 Mayıs 2003.

Baykal, C.Murat, “Hukuki Boyutlarıyla Finansal Krizler”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:60, Mart 2007.

Bedestenci, H. Çetin ve M. Akif Kara, “Sermaye Hareketleri ve Kalkınma”, **Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular**, Edt: Sami Taban ve Muhsin Kar, Bursa:Ekin Kitabevi, 2004.

Berksoy, Taner ve Saltoğlu, Burak, “Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri”, **İstanbul Ticaret Odası**, Yayın No: 1998-58, 1998.

Bilgin, Gazi, “Rusya Krizinin Orta Asya Türk Cumhuriyetlerine Etkisi”, **Dış Ticaret Dergisi**, Ocak 2002, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/Rusya.doc> (07.02.2010).

Bilgin, Mehmet H, Gökhan Karabulut ve Hakan Ongan, “Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri”, İstanbul: **İstanbul Ticaret Odası Yayını**, Yayın No: 2002–41, 2002,

Boratav, Korkut, **Yeni Dünya Düzeni Nereye**, Ankara:İmge Kitabevi, Ankara, 2000.

Bozkurt, Ünal, **Ekonomide Yabancı Sermayenin Yeri ve Önemi**, İstanbul: YASED Yayınları, No: 20, 1985.

Bustelo, Pablo, Clara Garcia and Iliana Olivie, “Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons From the East Asian Episodes

(1997-1999)", **ICEI Working Paper**, No:16, November 1999, <http://www.ucm.es/info/eid/pb/ICEIwp16.pdf> (14.04.2010).

Carbaugh, Robert J., "**International Economics**", Wadsworth Publishing Company, 1991.

Celasun, Merih, "Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001", **Doğu-Batı Dergisi**, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak 2001,2002.

Copeland, Laurance, **Exchange Rates and International Finance**, 4th ed. Pearson Education Publishing 2005.

Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, "What Caused The Asian Currency and Financial Crisis? Part I:A Macroeconomic Overview", **NBER Working Paper**, No:6833, December 1998.

Cömert, Faruk, "Yabancı Sermayenin Dünyü, Bugünü ve Geleceği," Ankara: **Hazine Dergisi**, Sayı: 12, 1998.

Cömert, Faruk, "İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye", Ankara: **Hazine Dergisi**, Sayı: 12, 2000.

Çelebi, Kemal A., **Türkiye’de Ekonomik İstikrarsızlığın Dışsal Yapısal Nedenleri ve İstikrar Politikaları**, Manisa: Emek Matbaacılık, 1998.

Çulha, Ali, "A Structural VAR Analysis of The Determinants of Capital Flows Into Turkey", **TCMB Research and Monetary Policy Department Working Paper**,No:06/05, October 2006.

Delice, Güven ve Erdiñç Tutar, "Uluslararası Sermaye Akımlarının Bileşimi ve Finansal Krizler", **Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri**, Edt: Halil Seyidoğlu ve Rifat Yıldız, İstanbul:Arıkan Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., 2006.

Delice, Güven, “Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt:55, No:1, Ocak-Mart 2000.

Dornbush, Rudiger ve Stanley Fischer, “**Macroeconomics**”, McGraw-Hill, 1990.

DPT, “Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri”, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, <http://ekutup.dpt.gov.tr/dunya/rusya.pdf> (07.04.2010).

Edwards, Sebastian, “Two Crises: Inflationary Inertia and Credibility”, **The Economic Journal**, Volume:108, May 1998, <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/119104986/PDFSTART> (26.03.2010).

Edwards, Sebastian, “The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?”, **NBER Working Paper**, No: 6334, December 1997, <http://www.nber.org/papers/w6334.pdf> (20.02.2010).

Ercan, Metin Kamil, “Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle Ülkenin Kalkınmışlığı Ve Krizler Arasındaki İlişki”, Ankara: **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 2, 2001.

Eğilmez, Mahfi ve Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası, Teori ve Türkiye Uygulaması**, 3. Baskı, İstanbul:Om Yayınevi, 2002.

Esen, Oğuz, “Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:9, Sayı:30, 1998.

Esen, Oğuz, “Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:8, Sayı:27, 1997.

Eser, Kadir, “Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri”, **Hazine Dergisi**, Sayı:1, Ocak 1996.

Fischer, Stanley, “The Asian Crisis: A View From The IMF”, **Journal of International Financial Management and Accounting**, Volume:9, No:2, 1998, <http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/119128929/PDFSTART> (04.04.2010).

Gündoğan, Naci, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İstihdam Üzerindeki Etkileri”, Ankara: **Hazine Dergisi**, Ocak-Nisan, 2002.

Güran, Nevzat, **Makro Ekonomik Analiz**, 2. Baskı, İzmir:Anadolu Mat., 1999.

IMF, “The Role of the IMF in Argentina, 1991-2002”, **IMF Independent Evaluation Office Issues Paper**, July 2003, <http://www.imf.org/external/np/ieo/2003/arg/070403.pdf> (15.03.2010).

İnan, Alpan, “Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:42, 2002.

İnandım, Şeyda, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği”, Ankara:TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 2005.

İnsel, Aysu ve Nesrin Sungur, “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği, 1989:III – 1999:IV”, **TEK Tartışma Metni**, No:2003/8, Aralık 2003, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf> (30.01.2010).

İşeri, Müge ve Zeynep Aktaş, “İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler, 1997-2005 Dönemi”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı:151, Temmuz 2005.

Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart, “Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now”, **The American Economic Review**, Vol:28, No:2, May 1998.

Kansu, Aydan, **Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, İstanbul: Derin Yayınevi, 2004.

Kar, Muhsin ve Kara, Akif, “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:29, Temmuz 2003,

Karabıçak, Mevlüt, “Türkiye’de Ekonomik İstikrarsızlığın Tarihsel Gelişim Süreci”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:5, Sayı:2, 2000.

Karluk, Rıdvan, “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları”, İstanbul: **İTO Ekonomik Yayınlar Dizisi**, No: 13, 1983.

Karluk, Rıdvan, “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı”, **Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye**, Edt: Ali Tarhan, Ankara:TCMB İnsan Kaynakları Genel Müd. Eğitim Müd., 2001.

Karluk, Rıdvan, **Uluslararası Ekonomi**, Ankara: Turhan Kitabevi, 2002.

Kaya, Ayten Aşşen ve Mehmet Güçlü, “Döviz Kuru Rejimleri, Krizler ve Arayışlar”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt:16, Sayı:55, 2005.

Kaymakçı, Oğuz, **Küreselleşme Üzerine Notlar**, 1.b, İstanbul : Nobel Yayınevi, 2007.

Kazgan, Gülten, **Küreselleşme ve Ulus Devlet (Yeni Ekonomik Düzen)**, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayını, Genişletilmiş 1.b., Kasım 2000, s.236

Kazgan, Gülten, **Tanzimattan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi: Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye**, İstanbul:İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2002.

Kazgan, Gülten, **Ekonomide Dışa Açık Büyüme**, İstanbul: İstanbul Altın Kitaplar Yayınevi, 1988.

Kepenek, Yakup ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 18. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2005.

Keyder, Nur, **Para: Teori, Politika, Uygulama**, Geliştirilmiş 10. Baskı, Ankara:Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım, 2005.

Kılıçbay, Ahmet, **Türk Ekonomisinde Enflasyonun Anatomisi**, İstanbul: İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi Yayını, No:3274-507, 1984.

Kont, Bayram, “Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996)”, **İktisat Politikası (Seçme Konular, Para Politikası, Maliye Politikası ve Uluslararası İktisat Politikası)**, Edt: Vildan Serin, İstanbul:Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., 1998.

Korkmaz, Turhan, “Yeni Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarına Yatırım ve Türev Ürünlerin Rolü”, **İMKB Dergisi**, Cilt:5, Sayı:17, 2001.

Kreinin, Mordechai E., “**International Economics: a Policy Approach**”, Harcourt Brace Jovanovich Publishers, 1987.

Krugman, Paul, “A Model Of Balance Of Payments Crises”, **Journal Of Money, Credit and Banking** ,August 1979.

Krugman, Paul, “Currency Crisis”, <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>. (07.04.2010).

Krugman, Paul, **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüsü**, Çev: Nesenur Domaniç, 2.Baskı, İstanbul:Literatür Yayınları, 2001.

Levi, Maurice D., “**International Finance: The Markets and Financial Management of Multinational Business**”, McGraw Hill, 2000.

Mahlebiciler, Özge, **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Rezerv Yönetim Politikaları ve Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarının Analizi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara:TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ekim 2006.

Martinez, Guillermo Ortiz, “What Lessons Does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia?”, **Finance and Development**, Vol:35, No:2, June 1998.

McKinnon, Ronald I. ve Huw. Pill, “Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing”, **Oxford Economic Review of Economic Policy**, April 1999.

Moreno, Ramon, “What Explains Capital Flows?”, **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter**, Vol:22, July 2000,
<http://www.frbsf.org/econrsch/wklyltr/2000/eI2000-22.html>, (05.03.2010).

Müslümov, Alövsat, Mübariz Hasanov, Cenktan Özyıldırım, “Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri”, TÜGİAD 2002.

Orhan, Osman Z., **Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları**, İstanbul: Filiz Kitabevi,1995,

Öçal, Tezer ve Ö. Faruk Çolak, **Finansal Sistem ve Bankalar**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım Ltd. Şti., 1999.

Öniş, Ziya, “Neo-Liberal Küreselleşmenin Sınırları: Türkiye Açısından Arjantin Krizi ve IMF’ye Karşılaştırmalı Bir Bakış”, Ekim 2002,
<http://home.ku.edu.tr/~zonis/fall02/neoliberalsinirPDF.pdf> , (13.04.2010).

Özçam, Mustafa, “Türk Sermaye Piyasalarının Profili: Kriz Eğilimi Açısından Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”, Ankara: **SPK Araştırma Raporu**, 1999.

Özdemir, Azim ve Gülbin Şahinbeyoğlu “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, **Tartışma Tebliği**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Eylül 2000.

Öztürk, Salih “Kısa Süreli Sermaye Hareketleri ve Para Politikasına Etkileri: 1980 Sonrası Türkiye Uygulaması”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul:İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001.

Parasız, İlker, **Modern Para Teorisi**, Bursa: Ezgi Kitapevi, Ekim 1998.

Paya, Merih, “**Makro İktisat**”, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1997.

Radalet, Steven and Jeffrey D. Sachs, “ The Onset of The East Asian Financial Crises”, **NBER Working Paper**, No:6680, August 1998.

Radelet, Steven and Jeffrey D. Sachs, “The East Asian Financial Crises: Diagnosis, Remedies, Prospects”, **Brookings Papers on Economic Activity**, No:1, 1998.

Sakarya, Burçhan, “Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları”, **BDDK Çalışma Tebliği**, Sayı:2, Nisan 2008, <http://www.bddk.org.tr> (01.05.2010).

Sarno, Lucio and Mark P. Taylor, “Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work?”, **Journal of Economic Literature**, Volume: 39, September 2001.

Salent, Stephen ve Dale Henderson, “Market Anticipations of Government Gold Policies and The Price Of Gold”, **Journal Of Political Economy**, August 1978.

Savaş, Vural, **Keynesyen İktisat Yıkılırken**, 2.b., İstanbul: Beta A.Ş. Ya. No. 87/9, Ekim 1986.

Seyidoğlu, Halil, “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt:4, Sayı:2, 2003.

Seyidoğlu, Halil, **Uluslararası İktisat**, 14. Baskı, İstanbul : Güzem Yayınları, 2001.

Seyidoğlu, Halil, **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**, 15.b., İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003.

Suvanto, Anti, vd, “Promoting The Stability of International Capital Movements”, Helsinki:**Ministry of Finance Finland Research Report**, No:1/2001, November, 2000,

http://www.vm.fi/vm/en/04_publications_and_documents/01_publications/07_financial_mark_et/2001_0131Promot/3505.pdf , (10.01.2010).

Şiriner, İsmail, **Finansal Küreselleşme: Para ve Maliye Politikalarında Dönüşüm**, 1.baskı, İstanbul:Telos Yayıncılık, Ekim 2008.

TC. Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor (2006 ve 2007)**.

TCMB, “Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleri ile Türkiye Uygulaması”, www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf, (07.02.2010), s.8.

TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu (2006-IV ve 2007-IV)**.

TCMB, **Yıllık Rapor, 2004**.

Tezcanlı Varış, Meral, Bayraktar Kumbasar, Sibel, Erdoğan, Oral, Görgünay, Handan, Tan, Ebru ve Uytun, Efser, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye”, İstanbul : **İMKB Araştırma Yayınları**, No: 3, 1994.

Turagay, R. Tuna, “Güneydoğu Asya Ülkelerinde Yaşanan Finansal ve Ekonomik krizin Genel Değerlendirmesi ve Dünya Ekonomisi ve Ticareti Üzerinde Yaratacağı Muhtemel Etkiler”, **Dış Ticaret Dergisi**, Asya Krizi Özel Sayısı, Mart 1998.

Türk, İsmail, **Maliye Politikası, Amaçlar, Araçlar ve Çağdaş Bütçe Teorileri**, 4.b., Ankara: Sevinç Matbaası, 1979

Ulusoy, Ahmet, Birol Karakurt, “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:9, Sayı:223, Ekim 2000.

UNCTAD, **Trade and Development Report**, Cenevre – 2001

Uzunoğlu, Sadi, Kerem Alkin ve Can Fuat Gürlesel, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye”, İstanbul : **İMKB Araştırma Yayınları**, No: 6, 1995.

Ünsal, Erdal, **Makro İktisat**, Genişletilmiş 3.b., Ankara: İmaj Yayınevi, 2000

Vos, R., “Prospects of Financial Flows to Developing Countries In The 1990’s: The Global Macroeconomiz Trade-Offs”, International Monetary and Financial Issues for 1990s, UNCTAD, Volume II – 1993

Yay, Turan, Gülsün Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz, “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler”, İstanbul: **İstanbul Ticaret Odası Yayın** No: 2001-47, 2001.

Yeldan, Erinç, “Türkiye’de Finansal Serbestleştirme Deneyimi” İstanbul: 95-96 Petrol İş Yıllığı, 1995.

Yeldan, Erinç, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, İstanbul:İletişim Yayınları, 2001.

Yentürk, Nurhan ve Ahmet Çimenoglu, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellemesi”, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul:İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2003.

Yentürk, Nurhan, "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerine Etkileri", İstanbul: **İktisat Dergisi**, No: 366-367, 1997.

Yentürk, Nurhan, "Kısa Dönemli Sermaye Girişinin Makroekonomik Dengeler Üzerine Etkileri: Türkiye ve Meksika İçin Bir Uygulama", **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul : İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2004.

Yeyati, Eduardo Levy-, Federico Sturzenegger, " To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth" **American Economic Review** vol. 93/4, 2003.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER:

Adı Soyadı : Arzu TOKAT
Adres : Emek Mah. Çilli Sk. No:8
Uzunçiftlik Kartepe / KOCAELİ
Telefon : 262 321 04 59
Gsm : 555 570 09 22
E-Mail : arzutokat1@hotmail.com
Doğum Yeri / Tarihi : İZMİT / 04.01.1980

EĞİTİM:

2007 - 2010 : Kocaeli Üniversite'si Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Politikası Yüksek Lisans
İzmit / KOCAELİ
1998 - 2002 : Dokuz Eylül Üniversite'si İktisadi ve İdari Bilimler
Fakültesi İktisat Bölümü
Buca / İZMİR
1994 – 1998 : İzmit Lisesi
İzmit / KOCAELİ