

T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
ULUSLARARASI İKTİSAT BİLİM DALI

**TÜRKİYE'DE CARİ İŞLEMLER AÇIĞI VE YABANCI SERMAYE  
YATIRIMLARI İLİŞKİSİ**

Yüksek Lisans Tezi

FATİH KAYA

İstanbul, 2010

T.C.  
MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
ULUSLARARASI İKTİSAT BİLİM DALI

**TÜRKİYE'DE CARİ İŞLEMLER AÇIĞI VE YABANCI SERMAYE  
YATIRIMLARI İLİŞKİSİ**

Yüksek Lisans Tezi

FATİH KAYA

Danışman: ÖĞR. GÖR. C. ZEYNEP ZAFİR

İstanbul, 2010

Marmara Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Tez Onay Belgesi

İKTİSAT Anabilim Dalı ULUSLARARASI İKTİSAT Bilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi FATİH KAYA'nın TÜRKİYE' DE CARİ İŞLEMLER AÇIĞI VE YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI İLİŞKİSİ adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 19.07.2010 tarih ve 2010-14/19 sayılı kararıyla ile oluşturulan jüri tarafından oy birliği / oy çokluğu ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

**Öğretim Üyesi Adı Soyadı**

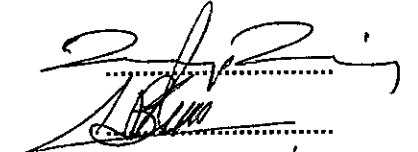


Tez Savunma Tarihi : 06.12.2010

1) Tez Danışmanı : ÖĞR. GÖR. C.ZEYNEP ZAFİR

2) Jüri Üyesi : DOÇ. DR. CENGİZ BAHÇEKAPILI

3) Jüri Üyesi : YRD. DOÇ.DR. HABİB KOÇAK

**İmzası**

  
.....  
  
.....  
  
.....

# İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

<b>TABLO LİSTESİ</b> .....	iv
<b>ŞEKİL VE GRAFİK LİSTESİ</b> .....	v
<b>KISALTMALAR</b> .....	vi
<b>GİRİŞ</b> .....	1

## 1.YABANCI SERMAYE TANIMI ÇEŞİTLERİ VE KARŞILAŞTIRILMASI

1.1.Yabancı Sermaye Tanımı.....	3
1.2. Yabancı Sermaye Çeşitleri.....	4
1.2.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları.....	4
1.2.2. Portföy Yatırımları.....	5
1.3. Diğer Yatırımlar.....	6
1.4. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Karşılaştırılması.....	7
1.5. Dünyada Yabancı Sermaye Yatırımlarının Tarihsel Gelişimi.....	10
1.6. Yabancı Sermaye Yatırımlarının Nedenleri.....	19
1.6.1. Portföy Yatırımları ve Borç İlişkisinin Nedenleri.....	19
1.6.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Nedenleri.....	20
1.7. Yabancı Sermayenin Yatırımlarının Olumlu ve Olumsuz Yönleri.....	23
1.7.1. Yabancı Sermayenin Olumlu Yönleri.....	23
1.7.2. Yabancı Sermayenin Olumsuz Yönleri.....	25

## 2. ÖDEMELER BİLANÇOSU VE CARİ İŞLEMLER AÇIĞI

2.1. Ödemeler Bilançosu ve Cari İşlemler Açığı Kavramsal Çerçeve.....	32
2.1.1. Ödemeler Bilançosu Tanımı.....	32
2.1.2. Ödemeler Bilançosu Hesapları.....	34
2.1.2.1. Cari İşlemler Hesabı.....	34
2.1.2.2. Finans Hesabı.....	35
2.1.2.3. Rezerv Varlıklar Hesabı.....	35
2.1.2.4. Net Hata ve Noksan Hesabı.....	36

2.1.3. Cari İşlemler Hesabı Tanımı.....	36
2.2. Cari İşlemler Hesabına Yönelik Teorik Yaklaşımlar.....	41
2.2.1. Miktar Teorisi ve Otomatik Altın Standardı.....	41
2.2.2. Esneklikler Yaklaşımı.....	41
2.2.3. Massetme Yaklaşımı.....	43
2.2.4. Mundell-Fleming Modeli.....	44
2.2.4.1. Sabit Kur Rejimi ve Para Politikası.....	46
2.2.4.2. Esnek Kur Rejimleri ve Para Politikası.....	46
2.2.5. Ödemeler Dengesine Parasalcı Yaklaşım.....	47
2.2.6. Ödemeler Dengesine IMF Yaklaşımı.....	49

### **3.YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI CARİ İŞLEMLER AÇIĞI İLİŞKİSİ**

3.1. Ödemeler Bilançosu Alt Kalemleri Olarak Yabancı Sermaye Yatırımları ve Cari İşlemler Bilançosu.....	50
3.2. Cari İşlemler Açığının Yabancı Sermaye Yatırımları ile Doğrudan ve Dolaylı İlişkisi.....	53
3.2.1. Yabancı Sermaye Yatırımları Cari İşlemler Açığı ve Döviz Kuru, Faiz Haddi İlişkisi.....	54
3.2.2. Yabancı Sermaye Yatırımları Cari İşlemler Açığı Büyüme-Yatırım ve Dış Borç İlişkisi.....	56

### **4. TÜRKİYE’DE YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE CARİ İŞLEMLER AÇIĞININ TARİHSEL GELİŞİMİ**

4.1. Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları.....	58
4.1.1. Yabancı Sermaye Yatırımlarının 1980 Öncesi Gelişimi.....	58
4.1.2. 1980 Sonrası Yabancı Sermaye Yatırımları.....	63
4.1.3. Yabancı Sermaye Yatırımlarının 2000 Yılı Sonrası Gelişimi.....	74
4.1.3.1. Doğrudan Yatırımlar.....	77
4.1.3.2. Portföy Yatırımları ve Diğer Yatırımlar.....	83

4.2. Türkiye’de Cari İşlemler Hesabı Açıkları.....	87
4.2.1. 1980 Öncesi Dönemde Cari Açıklar.....	87
4.2.2. 1980 Sonrası Dönemde Cari Açıklar.....	91
4.2.2.1. Cari İşlemler Dengesi.....	92
4.2.2.2. Büyüme Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi.....	96
4.2.2.3. Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler Dengesi.....	102
4.2.2.4. Cari Açığın Finansmanı.....	106
4.2.2.4.1. Cari Açığın Finansmanında Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	112
4.2.2.4.2. Cari Açığın Finansmanında Portföy Yatırımlar ve Diğer Yatırımlar.....	114

## **5. CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ**

<b>SONUÇ</b> .....	122
<b>KAYNAKÇA</b> .....	126

## TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

<b>Tablo 1:</b> Yükselen Piyasalar ve Gelişmekte Olan Ükelere Giren Özel Sermayenin Dağılımı ( Milyar Dolar, Net).....	19
<b>Tablo 2:</b> Ödemeler Bilançosu Analitik Sunum.....	33
<b>Tablo 3:</b> 1980-2000 Yılları Arasında Yabancı Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ( Milyon Dolar ).....	66
<b>Tablo 4:</b> 2000-2009 Yılları Arasında Yabancı Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ( Milyon Dolar ).....	75
<b>Tablo 5:</b> Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Fiili Girişler ( Milyon Dolar).....	79
<b>Tablo 6:</b> Kuruluş Türlerine Göre Yabancı Sermayeli Firmalar.....	79
<b>Tablo 7:</b> Doğrudan Yabancı Yatırımların Ükelere Göre Dağılımı.....	81
<b>Tablo 8:</b> Cari İşlemler Dengesi ve Bileşenleri ( Milyar Dolar).....	93
<b>Tablo 9:</b> Büyüme, Cari İşlemler Dengesinin Ulusal Gelir İçerisindeki Payı, İhracatın İthalatı Karşılama Oranı ve İthalat Artış Oranı (%).....	100
<b>Tablo 10:</b> Reel Kur Endeksi ve Cari İşlemler Dengesi.....	104
<b>Tablo 11:</b> 1989-2010 Yılları Arasında Gerçekleşen Cari Açığın Finansmanı.....	107
<b>Tablo 12:</b> Cari Açığın Finansmanı ve Seçilmiş Parametrelerin Gelişimi ( Milyon Dolar ).....	109
<b>Tablo 13:</b> Cari Açığın Doğrudan Yabancı Yatırımlarla Finansmanı ( Milyon Dolar ).....	113
<b>Tablo 14:</b> Cari Açığın Portföy Yatırımları ile Finansmanı ( Milyon Dolar ).....	115
<b>Tablo 15:</b> Cari Açığın Finansmanında Dış Borçlanma ( Milyon Dolar ).....	116

## ŞEKİL VE GRAFİK LİSTESİ

Sayfa No.

<b>Şekil 1:</b> Cari İşlemler Açıklarına Etki Eden Değişkenler.....	39
<b>Grafik 1:</b> Doğrudan Yabancı Yatırımların Sektörel Dağılımı.....	82
<b>Grafik 2:</b> 2000’li Yıllarda Borsa Endeksi ve Portföy Yatırımlarının Gelişimi.....	83
<b>Grafik 3:</b> Uzun ve Kısa Vadeli Yatırımlar ile IMF Kredilerinin 2000 Yılı Sonrası Gelişimi.....	86
<b>Grafik 4:</b> Cari İşlemler Bilançosu ile Resmi Rezervlerin 1984 Yılı Sonrası Gelişimi.....	91
<b>Grafik 5 :</b> Cari İşlemler Hesabı ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla.....	97
<b>Grafik 6:</b> Cari İşlemler Hesabı/Gayri Safi Yurt İçi Hasıla.....	101
<b>Grafik 7:</b> Toplam Net Sermaye Akımları ve Cari İşlemler Hesabı.....	110
<b>Grafik 8:</b> Doğrudan Yatırımlar Portföy Yatırımları ve Diğer Yatırımların Cari Açıkları Karşılama Oranları.....	112



## KISALTMALAR

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>AR-GE</b>	Araştırma-Geliştirme
<b>CİH</b>	Cari İşlemler Hesabı (Net)
<b>ÇUŞ</b>	Çok Uluslu Şirket
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senedi
<b>DİE</b>	Devlet İstatistik Enstitüsü
<b>DPT</b>	Devlet Planlama Teşkilatı
<b>DTH</b>	Döviz Tevdiat Hesabı
<b>DY</b>	Diğer Yatırımlar (Net)
<b>DYY</b>	Yabancıların Doğrudan Yatırımları (Net)
<b>GOÜ</b>	Gelişmekte Olan Ülke
<b>GSMH</b>	Gayri Safi Milli Hasıla
<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>IMF</b>	International Monetary Found (Uluslararası Para Fonu)
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KHK</b>	Kanun Hükmünde Kararname
<b>KMDTH</b>	Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesapları
<b>PY</b>	Portföy Yatırımları (Net)
<b>REDK</b>	Reel Efektif Döviz Kuru
<b>s.</b>	Sayfa
<b>ss.</b>	Sayfa Sırası
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
<b>TL</b>	Türk Lirası
<b>TSH</b>	Toplam Sermaye Hareketleri
<b>TÜİK</b>	Türkiye İstatistik Kurumu
<b>OECD</b>	Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı)
<b>UNCTAD</b>	United Nations Conference on Trade and Development (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı)

**YASED**

Uluslararası Yatırımcılar Derneği

## GİRİŞ

İletişim teknolojisindeki gelişmelerin etkisiyle dünya ekonomisindeki bağımlık ve karşılıklı etkileşim 20. yüzyılda önemli değişimler göstermiştir. Finansal piyasaların birbirleriyle entegrasyonu hız kazanmış, sermaye hareketlerinin mobilitesi ve hacmi büyük boyutlara ulaşmıştır. Bu dönemde bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ekonomik bunalımlar yaşanmış ve sorunlar ortaya çıkmıştır. Bu sorunların en önemlilerinden biri ise, cari işlemler hesabında görülen açıklar olmuştur.

Cari işlemler hesabı ile yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişki üzerine teorik ve ampirik araştırmalar ekonomi yazınının önemli bir başlığı haline gelmektedir. Son dönemlerde gerçekleştirilen araştırmalarda cari işlemler hesabının, yabancı sermaye yatırımlarının hem toplam düzeyde hem de alt kalemleriyle olan ilişkisi detaylandırılarak incelenmektedir. Finansal serbestleşme ile sermaye hareketlerinin büyük boyutlara ulaşmış olması, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerine etkilerinin artması da konunun önemini arttırmaktadır.

Son yıllarda ihracata dayalı büyüme politikası izleyen Türkiye’de dış ticaret açığı büyümüş, buna bağlı olarak cari işlemler hesabında 2003 yılı öncesi döneme kıyasla yüksek oranlı açıklar görülmüştür. Cari açığın finansmanında gerekli olan dış kaynak; yani yabancı sermaye yatırımları ve dış borçlanma da bu dönemde benzer oranda bir artış göstermiştir. Bu durum ekonomi yazınında cari işlemler hesabı ile sermaye hareketlerinin ve özelde yabancı sermaye yatırımlarının birbirlerini hangi yönde ve ne derece etkilediği üzerine tartışmaların yaşanmasına neden olmuştur.

Türkiye’de cari işlemler hesabında gerçekleşen açıklar ile sermaye hareketleri ilişkisine değinilen bu çalışmada temel amaç; cari açıkların asıl finansman kaynağı olduğu düşünülen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, Türkiye ekonomisinde cari işlemler hesabı açıklarını finanse etmekte portföy yatırımları ve dış borçlanmadan ne oranda ayrıştığını belirlemektir. Son yıllarda gerçekleşen yüksek oranlı cari açıkların finansmanında kullanılan doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve dış borçlanma etkileri itibariyle farklı sonuçlar doğurabilmektedir. İncelemede cari işlemler

hesabı ile birlikte adı geçen sermaye hareketleri ele alınacak ve cari açıkların finansmanı konusunda ağırlıkları belirlenecektir.

Toplam beş bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde, yabancı sermaye yatırımlarının tanımı ve çeşitleri incelenerek, ülke ekonomisine olan olumlu ve olumsuz yönlerine değinilecektir. Bu bölümde ayrıca, yabancı sermaye yatırımlarının nedenleri tartışıldıktan sonra dünya ekonomisindeki tarihsel gelişimi üzerinde durulacaktır.

İkinci bölümde ödemeler bilançosu ve cari işlemler hesabının kavramsal çerçevesine değinilerek, cari işlemler hesabına yönelik teorik yaklaşımlar ele alınacaktır.

Üçüncü bölümde cari işlemler hesabı ile yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişkinin teorik çerçevesi incelenirken, dördüncü bölümde ise yabancı sermaye yatırımları ve cari işlemler hesabının Türkiye'deki tarihsel gelişimi ortaya konulacaktır. Aynı bölümde cari işlemler hesabının 1992 yılı sonrası finansmanı ele alınacak ve doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve dış borçlanma ile olan ilişkisi güncel veriler ışığında değerlendirilecektir.

Çalışmanın ekonometrik tahlil kısmını oluşturan beşinci bölümde ise, cari işlemler hesabının, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve dış borçlanma ile olan etkileşimini ve adı geçen sermaye hareketlerinden hangilerinin cari açığın finansmanında rol oynadığını görmek için regresyon modeli kurulacaktır.

# 1. YABANCI SERMAYE TANIMI ÇEŞİTLERİ VE KARŞILAŞTIRILMASI

## 1.1. YABANCI SERMAYE TANIMI

Yabancı sermayenin tarihsel süreç içerisindeki gelişiminin sonucu olarak tanımında ve çeşitlerinde de farklılıklar oluşmuştur. Küresel sermaye piyasalarının büyüklük ve derinliğinin artması, güncel ve daha kapsamlı tanımlamaların gerekliliğini doğurmuştur. Yabancı sermaye yatırımları denildiğinde, doğrudan yabancı sermaye yatırımları anlaşılmalı ve yanılıya düşülmektedir.

Yabancı sermaye bir ülkeden başka bir ülkeye o ülkenin politik ve ekonomik istikrar, kültürel ve sosyal yapı gibi durumları göz önüne alınarak nakit para, teknoloji veya o ülke yatırımlarına ortak olmak üzere kaynak aktarımı şeklinde tanımlanabilir<sup>1</sup>.

Diğer bir tanım ise ülkelerin doğal kaynaklarını kullanılabilir hale getirmek, mevcut üretim faktörlerini etkin bir şekilde kullanabilmek için gerekli olan fakat ülke içi kaynaklar tarafından yeterli ölçüde sağlanamayan, bu sebepten dolayı diğer bir ülkeden ithalatı kaçınılmaz bir zorunluluk olarak karşımıza çıkan sermaye, yabancı sermayedir<sup>2</sup>.

Uluslararası Para Fonu (IMF)'nin tanımına göre yabancı sermaye yatırımları; bir ülkede yerleşik bir kişinin bir başka ülkedeki yerleşik kişiye fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesiyle ortaya çıkmaktadır. Bu tanım sermaye hareketlerinin kapsamını ödemeler dengesi yaklaşımı içinde belirlemektedir<sup>3</sup>.

Yabancı sermaye yatırımları 19. yüzyılda yaygınlaşmaya başlamış, ancak 1960'lara kadar 'Yabancı Sermaye Teorisi' oluşturulmamıştır. Uluslararası iktisadi faaliyetler Ricardocu karşılaştırmalı üstünlükler kuramı ile Heckscher-Ohlin modeli çerçevesinde ele alınmıştır. Marksist iktisatçılar yabancı sermaye hareketlerini kapitalizmin bir aşaması olarak emperyalizm çözümlemelerine temel almışlardır.

<sup>1</sup> YASED, *Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler*, İstanbul: Kasım 1988, s.139.

<sup>2</sup> YASED, *Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler*, s.196.

<sup>3</sup> IMF, Occasional Papers "Determinants and Systematic Consequences of International Capital Flows", No.77, Washington DC: Marc 1991, s.19.

1970'lerden sonra Stephen Hymer, Peter Buckley, Mark Casson, Birgitta Swedenorg, Jean Fr en ois Hennart, ekonometrik modelleri kullanan, eksik rekabet, işlem maliyetleri, risk yönetimi kavramlarına dayalı teoriler geliştirmişlerdir<sup>4</sup>.

## 1.2. YABANCI SERMAYE ÇEŞİTLERİ

Yabancı sermaye yatırımları kimi kaynaklarda doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak algılanmakta ve incelenmektedir. Ancak finansal serbestleşmenin artması ile birlikte yabancı sermayenin tek tip olarak algılanmasında ciddi hatalar ortaya çıkmaktadır. Yabancı sermaye yatırımları iki ayrı şekilde gerçekleşebilir. Bununla birlikte yabancı sermaye türlerinin de her geçen gün daha fazla çeşitlenen ayrı alt kalemleri bulunmaktadır. Ana hatlarıyla yabancı sermaye yatırımları<sup>5</sup>:

- 1) Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (DYY)
- 2) Portföy Yatırımları (PY)'dir.

### 1.2.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Doğrudan yabancı yatırım; bir şirketin, ülke dışında bulunan yabancı bir ülke sermayesinin önemli bir çoğunluğuna ( yüzde 10 veya üzerinde) sahip olması veya bir şirket kurması şeklinde yapılan yatırımlar olarak tanımlanabilir<sup>6</sup>. Sebep ve sonuçları açısından portföy yatırımlarından daha farklı özelliklere sahip olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bir şirketin üretimini kurulu bulunduğu ülkenin sınırlarının ötesine yaymak üzere ana merkezinin dışındaki ülkelerde üretim tesisi kurması veya mevcut üretim tesislerini satın almasıdır.

Diğer bir tanımla doğrudan yabancı yatırımlar; yatırılabilir kaynakların kişi ve kuruluşlar tarafından bir başka ülkeye taşınmasıdır. Bir  lke borsasında işlem gören şirketlerin hisselerinin, bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından satın alınmasını ifade eden portföy yatırımları dışında kalan ve bir ya da birden fazla

---

<sup>4</sup> Kudret Emiroğlu, Bülent Danişoğlu ve Binnur Berberoğlu, **Ekonomi S zluğ **, Ankara: Bilim Sanat Yayınları, 2006, s.975.

<sup>5</sup> Aslan Eren, **Türkiye Ekonomisi**, Yenilenmiş 3. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, şubat 2010, s.222.

<sup>6</sup> Jhon–Ren Chen, **Foreign Direct Investment**, New York: Palgrave Publisher, 2000, s.6.

uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak veya yerli bir-birkaç firma ile ortaklık halinde gerçekleştirdiği yatırımlardır<sup>7</sup>.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının en önemli özellikleri yatırımcının yurtdışındaki tesisin mülkiyetine kısmen veya tamamen sahip olması ve aynı zamanda onun yönetim ve denetimini elinde bulundurmasıdır<sup>8</sup>. Doğrudan yabancı yatırımlar iki biçimde yapılabilir: “Yeşil alan” veya “Boz alan” yatırımları. Birincisinde yeni bir tesis kurulur, ikincisinde ise mevcut firmaların varlıklarının satın alınması yoluyla şirketler birleşir ya da devralınır. Yatırımcının yerleşik olmadığı bir ülkede gayrimenkul satın alınması da DYY olarak sınıflandırılabilir<sup>9</sup>.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, düşük faiz ve üretim maliyetleri nedeniyle karlılık oranları yüksek, büyüme dinamikleri olan, makro dengeleri oturmuş, iç talebi canlı ve eğitilmiş işgücünün fazla olduğu ekonomileri tercih etmektedir. Bu şekilde ülkeye çekilen yabancı sermayenin ekonomiye kazandırdıkları sadece finansman kaynağı sağlamak değildir. Ayrıca know-how, yönetim bilgileri, pazarlama teknikleri, yeni teknoloji, patent, lisans gibi mali olmayan olanakları da yaratır ve artırır<sup>10</sup>.

### **1.2.2. Portföy Yatırımları**

Portföy yatırımları, yabancı sermaye sahiplerinin ilgili ülkenin borsasına hisse senedi olarak yatırım yapması veya devletin ya da özel sektörün ihraç ettiği tahvilleri, bonoları satın alması şeklinde gerçekleşen yabancı sermaye yatırımı türüdür.

Kısa dönemli sermaye hareketleri içerisinde sayılabilen portföy yatırımlarının büyük bir kısmını, uluslararası piyasalardaki faiz ve döviz kuru arasındaki farklılıklardan kaynaklanan arbitraj oluşturmaktadır. Bu tip yabancı sermayenin en önemli özelliği daha avantajlı faiz ve döviz kurunun veya uygun koşullarda sermaye piyasalarının olduğu ülkelere hızlı bir fon akımıyla, bulunduğu ülkeyi kolayca terk

---

<sup>7</sup> DPT, **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ÖİK Raporu**, Ankara: 2000, s.1.

<sup>8</sup> Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, Geliştirilmiş 15. Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003, s.718.

<sup>9</sup> Ha-Joan Chang, **Kakımma Yeniden**, (çev.) Emre Özçelik, 1. Baskı, Ankara: İmge Kitabevi, Nisan 2005, s. 142.

<sup>10</sup> Eren, ss. 222-223.

edebilmesidir<sup>11</sup>. Yabancı yatırımcı benzer araçlarla yatırım yaparak kendi ülkesinde daha düşük reel faiz elde edecek iken, daha fazla risk alarak, yatırım yaptığı ülkedeki reel faiz oranlarının daha yüksek olmasına bağlı olarak ilgili ülkeyi tercih edebilir.

Portföy yatırımları, içerdikleri araçların likiditesinin yüksek menkul kıymetlerden oluşması nedeniyle, kısa sürelerde büyük miktarlarda gelebildiği gibi, yatırım yapılan ülkeyi her an terk edebilmektedir. Bu nedenle kalkınmanın finansmanına katkıda bulunmakla birlikte, ülke ekonomisinde enflasyon baskısı, ulusal paranın aşırı değerlenmesi şeklinde olumsuz etkiler de yaratabilmektedir<sup>12</sup>.

### 1.3. DİĞER YATIRIMLAR

IMF ve Dünya Bankası'nın yayınlarında uluslararası sermaye hareketleri içerisinde sayılan diğer yatırımlara, incelemenin önemli bir kısmını oluşturmasından dolayı bu başlık altında kısaca değinilecektir. İlerleyen bölümlerde konu bütünlüğünün bozulmaması adına yabancı sermaye ve sermaye hareketleri ile birlikte gösterilecek olan diğer yatırımlar, ödemeler bilançosu alt kalemleri dikkate alınarak gerçekleştirilen çalışmaya uygun olarak açıklanacaktır. Bankaların sağladıkları sendikasyon ve diğer krediler, kamu kuruluşlarının sağladıkları krediler, mevduatlar ile yabancılardan alınan borç senetleri diğer yatırımları oluşturur<sup>13</sup>. Diğer yatırımlar özel sektör ve kamunun dış ekonomik kaynaklardan uzun ve kısa vadeli borçlanmasıdır. Yabancı sermayenin ülkeye giriş yollarından olan bu yöntem, borç veren ve alan ülkelerin, faiz ve risk yapılarının farklılıklarından kaynaklanan getiri oranlarının belirlediği bir durumdur. Dış borçlanma olan diğer yatırımların alt kalemleri;

i) Ticari Krediler: İhracatçıların yurt dışındaki alıcı firmalara verdikleri, ithalatçıların ise yurt dışındaki ihracatçı firmalardan sağladıkları malın bedelinin fiili ithalattan sonra vadeli ödenmesi şekliyle sağlanan kredilerin stoklarıdır. Buna göre, dış ticaret verileri içinde yer alan mal mukabili, vadeli akreditif, kabul kredili ve alıcı firma prefinansmanı ödeme şekilleri ticari kredi sayılmaktadır.

---

<sup>11</sup> H. Gül Özer, **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi (1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği)**, Ankara: Sıramat Matbaacılık, 2006, s.28.

<sup>12</sup> Ali Alp, **Finansın Uluslararasılaşması**, İstanbul: Yapıkredi Yayınları, Nisan 2000, s.188.

<sup>13</sup> Eren, ss.191-192.



ii) Krediler: Bir sözleşmeye bağlı olarak belirlenen vadelerde anapara ile faiz ödemeleri gerçekleştirilen nakit fon bakiyelerinden oluşur.

iii) Mevduatlar: Bankalar nezdindeki yabancı para ve Türk Lirası (TL) fon stoklarını gösterir<sup>14</sup>.

#### 1.4. YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ KARŞILAŞTIRILMASI

İktisadi inceleme açısından portföy yatırımları, üretim araçları getirilerinin değişik ülkelerde farklı olması sonucunda ortaya çıkar ve bu nedenle uluslararası iktisatta kullanılan analiz biçimleriyle anlaşılabilir. Buna rağmen doğrudan yabancı sermaye yatırımları ise firmaların özelliği ile ilgilidir ve mikro iktisadın araçlarıyla analiz edilmesi söz konusu olur<sup>15</sup>.

Portföy yatırımları, yatırımcısının risk almasıyla birlikte yönetimde söz sahibi olmaması açısından doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ayrılmaktadır. Portföy yatırımcıları genellikle yönetimde pay almaksızın şirket hisselerine sahip olarak finansal sermaye birikimi sağlamaktadır. İki tip yatırımcılar birbirine göre farklılık göstermektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımcıları, genelde ürün ve hizmetlerin üretimi ile ilgili firmalardan oluşmaktadır. Oysa yabancı portföy yatırımcıları, çoğu defa finansal kurumlarda, kurumsal yatırımcılardan ya da yatırımlarının kendilerine finansal getirisini dikkate alan bireylerden meydana gelmektedir<sup>16</sup>.

Yabancı portföy yatırımcıları elde ettikleri kar oranları veya sahip oldukları hisselerin fiyatları düştüğü takdirde, yatırımlarını ikincil piyasalarda satarak likiditeye çevirirler. Oysa doğrudan yabancı yatırımı gerçekleştiren yatırımcılar, yatırımları hakkında daha uzun bir perspektife sahiptirler<sup>17</sup>.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının portföy yatırımlarından en dikkat edilmesi gereken farkı likiditesidir. Portföy yatırımları, likiditesi oldukça yüksek

<sup>14</sup> TCMB, Uluslararası Yatırım Pozisyonu Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması, (t.y.), <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/uypmet.pdf>, (3 Ocak 2010), s.8.

<sup>15</sup> Zeyyat Hatipoğlu, **Uluslararası İktisat**, 1. Baskı, İstanbul: Lebib Yalkın Yayınları ve Basım İşleri A.Ş., Eylül 1996, ss. 99-100.

<sup>16</sup> Alp, s.190.

<sup>17</sup> S. Rıdvan Karluk, **Türkiye Ekonomisi**, 8. Baskı, İstanbul: Beta Yayınevi, 2004, s.641.

yatırım şekilleridir. Buna rağmen doğrudan yabancı yatırımlar ise hareket kabiliyeti daha düşük uzun vadeli-kalıcı yatırım şekilleridir. Bu durum bize sıcak para kalemlerinden biri olarak adlandırılan portföy yatırımlarının daha likit olması bakımından, yatırımcı cephesinden cazip olmasına rağmen yatırım alan ülkenin ekonomik gelişimi ve istikrarını sekteye uğratmaya müsait olduğunu gösterir.

Portföy yatırımlarının likidite yüksekliği, özellikle gelişen ekonomilerde ödemeler bilançosunda ve döviz rezervlerinde önemli sorunlara neden olmaktadır. Ancak kısa vadeli sermaye hareketlerinden hangilerinin ekonomik sorunlara yol açacağına dair tam bir mutabakat bulunmamaktadır. Sıcak para da denilen bu tür sermaye hareketleri, yurtdışında yerleşiklerin kısa vadeli fonlarını yurtiçine getirip, yerli paraya çevirerek, yerli para lehine olan arbitraj imkanlarından yararlanmak amacındadır. Genel olarak ülkeye sıcak para girişinin kısa vadeli sermaye hareketleri yoluyla olduğu yönünde ortak bir görüş hakimdir. Bununla birlikte sıcak paranın nasıl tanımlanacağına dair farklı yaklaşımlar bulunmaktadır<sup>18</sup>:

1) Sıcak Para = (Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri-Ticari Krediler) + (Portföy Yatırımları-Tahvil İhraçları)

2) Sıcak Para = Portföy Yatırımları + Döviz Tevdiat Hesapları + Bankacılık Sistemi Dış Kredileri

3) Sıcak Para = Portföy Yatırımları (Yabancıların yurt içinde hisse alım-satımları, devlet iç borçlanma senetleri alım satımları) + (Kısa vadeli sermaye akımlarından bankaların yurt dışında kullandıkları kısa vadeli krediler, yurt içinde yerleşik bankaların ve banka dışı özel sektörün yurt dışında kullandıkları kısa vadeli krediler, yabancıların yurt içinde yerleşik bankalarda tuttıkları kısa vadeli mevduatlardaki değişim), Net Hata ve Noksan

4) Sıcak Para = Portföy Yatırımları + Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

5) Sıcak Para = Net Portföy Yatırımları + Mevduat + Sağlanan Krediler + Net hata ve Noksan

---

<sup>18</sup> Özer, s.38.

Ayrıca portföy yatırımları ve dış borçlanmanın üretime dolaylı bir katkısı bulunmasına rağmen, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının etkisi direkt olarak gerçekleşmektedir. Tabii ki elde edilen kaynakların ekonomiye aktarımında hangi sektörün ne kadar pay alacağını karar verilmesi aşamasında, ülke içi veya ülke dışı ekonomik birimlerin yetkilerinde de farklılıklar olacaktır.

Yönetim bilgisi ve teknoloji aktarımında ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının portföy yatırımları ve dış borçlanmaya karşı bir üstünlüğü bulunmakla birlikte, ekonomik hayattaki ağırlığın, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile yabancıların eline geçmesinin olumsuz etkileri bulunabilmektedir.

İstihdam artırıcı etkisi açısından ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının portföy yatırımları ve dış borçlanmadan daha üstün olduğu bir gerçektir. Fakat burada parasal kaynakların aktarıldığı alanların önemine de vurgu yapmak gerekir. Eğer bu şekilde elde edilen kaynaklar üretime aktarılırsa ki bu şekilde davranarak kalkınmasını gerçekleştirmeye çalışan ülke sayısı yadsınamayacak kadar fazladır, kalkınma ve dolayısıyla istihdam üzerindeki etkisi sabit sermaye yatırımları kadar olumlu olabilmektedir.

Genel itibarıyla ülkeler portföy yatırımları ve dış borçlanmanın önemini küçümsememekle birlikte doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının daha faydalı olduğu kabul görmektedir. Bu doğrultuda ülkeler artan sermaye hareketlerinden aldıkları payı artırmak için çabalamaktadırlar.

Her iki şekilde de yabancı sermaye ve dış borçlanma, ekonomideki kaynakları kısa sürede artırmanın tek yoludur. Bu açıdan ekonomiye kısa sürede refah getirecek araçlardır. Ekonomiye mevcut kaynakların ötesinde tüketim ve yatırım olanağı sağlarlar<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Güngör Uras, **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, İstanbul: Formül Matbaası, 1979, s.28.

## 1.5. DÜNYADA YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ

İlk ortaya çıktıklarında yabancı sermaye yatırımlarının tarafları ülkelerdi. Fakat zaman içerisinde yalnız hükümetlerin bir eylemi olmaktan çıkıp bireylerden vakıflara ve çok uluslu şirketlere (ÇUŞ) dek yatırımcı çeşitlenmesi yaşanmıştır.

Burada doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının büyük bir kısmını gerçekleştiren çok uluslu şirketlerin tanımı üzerinde durmak gerekir: Çok uluslu şirketler bir ana merkezi bulunan ve bu merkeze bağlı olarak değişik ülkelerde üretim yapan şubelerden ve bağlı birimlerden oluşan işletmelerdir<sup>20</sup>.

Yabancı sermaye yatırımlarının tarihi 16. yüzyılda İngiltere'nin, Macaristan'daki gümüş madenleri ve Kuzey Orta Almanya'nın bakır madenlerini işletmesine kadar uzanmaktadır<sup>21</sup>.

Ancak büyük çaplı sermaye hareketlerini, sanayileşme hareketi ile sermaye stoku artışı gösteren batılı ülkelerde, faiz oranlarının düşmesi ve hammadde kaynaklarına ulaşma çabası canlandırmıştır. Sanayileşmesini ilk gerçekleştiren ülke olan İngiltere, gelişmesine ve ihtiyaçlarına paralel olarak bu konuda öncü rol üstlenmiştir. 1800'lü yılların ilk yarısında İngiltere'nin anavatanda gelişen sanayinin ihtiyaç duyduğu hammaddelerin ve özellikle madenleri ile petrolün çıkarılması için, sömürgelerindeki girişimleri yabancı sermayenin sistemli olarak ilk kez ortaya çıkışıdır. Bu durum günümüzde dahi yabancı sermayenin, aslında büyüklerin küçükleri dolaylı bir şekilde sömürdüğü konusunda fikir beyan edenleri destekler niteliktedir. Fakat geçmiş zamanların yatırımcıları ülkeler iken şimdi onların yerlerini çok uluslu şirketler almıştır. Tarihi süreçle bağı koparmadan devam edersek öncelikle İngiltere'nin, devamında diğer gelişen ülkelerin sömürgelerine yaptıkları yatırımlar yabancı sermayenin özünü oluşturmuştur. Takip eden süreçte ülkelerin sanayileşme düzeyleri arasındaki farklılıklar büyüdükçe para hareketinin de hacmi büyümüştür<sup>22</sup>.

<sup>20</sup> Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, s.731.

<sup>21</sup> YASED, *Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler*, s.96.

<sup>22</sup> Uras, ss.28-30.

Birinci Dünya Savaşı'na kadar İngiltere, Almanya, Fransa ve Hollanda yabancı sermaye yatırımları konusunda hakimiyet sürmüşlerdir. Savaş sonrası bu ülkelerde sermaye ihracı büyük oranlarda düşmüş ve hatta sermaye ithali ihtiyacı doğmuştur<sup>23</sup>. Savaştan sonra ise Amerika Birleşik Devletleri (ABD) dünya ekonomisindeki ağırlığını hissettirmeye başlamış ve yabancı sermaye ihraç eden ülkeler arasında ilk sıraya yükselmiştir. Fakat bu dönemde gerçekleşen 1929 Dünya Ekonomik Krizi sermaye hareketlerini durdurmuş, hatta yatırımcı ülkeler yabancı sermaye yatırımlarını tasfiye etmeye başlamışlardır. Ancak Büyük Buhran yabancı sermaye akımlarının kesilmesinde tek neden olmamıştır. Bu dönemde çeşitli az gelişmiş ülkelerdeki bağımsızlık ve milliyetçilik cereyanları, yabancı sermaye yatırımları için güven ve istikrarı ortadan kaldırmıştır<sup>24</sup>.

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra ise harap olmuş Avrupa, önemli miktarlarda yabancı sermayeye ihtiyaç duymaya başlamıştır. Avrupa'nın sermaye ihtiyacını karşılayan ise ABD olmuştur. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra önemli bir güç olarak ortaya çıkan ABD ilk olarak sınır komşusu Kanada ile ilgilenmiş ve yatırımlarını buraya yönlendirmiştir. Daha sonra ise Güney Amerika Ülkeleri, Avrupa ve Güneydoğu Asya'ya yönelmiştir. Ayrıca savaş sonrası dünya iki kutba ayrılınca ve her iki kutbun baskın güçleri, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri kendi tarafında tutmak için siyasi amaçlı yardımlarda bulunmuştur.

Savaştan sonra yabancı sermaye yatırımlarının işlevindeki bu değişikliklerin yanı sıra bileşiminde de önemli değişiklikler olmuştur. Daha önceki dönemde, ABD hariç, sermaye ihraç eden ülkeler daha çok portföy tipi yatırımları tercih ediyorlardı. Savaştan sonraki dönemde, kamu bağış ve ödünçleri ile doğrudan yatırımların önemi artmıştır<sup>25</sup>. Ayrıca bu dönemde yatırımların yöneldiği alanlarda da bir değişiklik olmuş, önceden doğal kaynakların işletmesine yönelik yabancı sermaye yatırımları sanayi kesimine yönelmeye başlamıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde hazır pazarın bulunuşu ve rekabet ortamının bulunmayışı, yatırımlardan sağlanacak karları cazip hale

---

<sup>23</sup> YASED, *Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler*, s.96.

<sup>24</sup> Uras, s.31.

<sup>25</sup> Nejla Adanur, "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları", (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Uludağ Üniversitesi, 1995), s.16.

getirdiğinden, sermaye ihraç eden ülkeleri, bu ülkelerdeki sanayi kesimine yöneltmiştir<sup>26</sup>.

Bu dönemde doğrudan yabancı sermaye yatırımları artmakla birlikte portföy yatırımları ve diğer yatırımların payı da sürekli artış göstermiştir. 1973 yılındaki petrol krizine kadar devam eden bu durum krizle birlikte parasal akımlarda bir kesintiye sebep olmuştur. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları 1980'lerden sonra asıl ivmesini kazanmış ve günümüzde olağanüstü boyutlara ulaşmıştır.

1980'li yıllarda önem kazanan finansal bütünleşme olgusuyla birlikte gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) yapısal dönüşüm programları uygulanmış ve bazı önemli sonuçlar doğurmuştur: faiz oranlarına devlet müdahaleleri azaltılmış, piyasa mekanizmasının sermaye hareketlerine egemen olması sağlanmış, para ve kambiyo rejimleri serbestleştirilmiş, finansal araçlar çeşitlendirilmiş ve kurumsal yatırımcılar ortaya çıkmıştır<sup>27</sup>.

Dünyada 1980'li yılların başından itibaren, ülkelerin finansal serbestleşme çabaları artmıştır. Reel ve finansal sektörlerde yapılan serbestleşmeye yönelik düzenlemelerin temel amacı, sistemde piyasa mekanizmasının yerleşmesini sağlayarak sürdürülebilir bir büyüme trendi yakalamak ve böylece ülkelerin refah düzeyini artırmak olmuştur. 1980'li yılların başından itibaren; dış ticaret, yabancı sermaye işlemleri, menkul kıymetler piyasası, işgücü piyasası, tarım kesimi, diğer mal ve hizmet piyasaları olmak üzere hemen hemen bütün piyasalar finansal serbestleşmenin konusu olmuştur. Fakat finansal serbestleşmenin gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda amacına ulaşmadığı iddia edilmiş sermaye hareketlerinin serbest hale getirilmesiyle birlikte hükümetlerin para ve maliye politikalarındaki bağımsızlıklarının da büyük ölçüde ortadan kaktığı, ekonomik göstergelerdeki dalgalanmaları artırarak, krizlere yol açtığı ileri sürülmüştür. Bu savın çıkış noktası sermaye hareketlerinin hızla büyüyerek

---

<sup>26</sup> YASED, *Dünyada ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler*, s.96.

<sup>27</sup> M. Kemal Aydın, *Sermayenin Küreselleşmesi*, Birinci Baskı, İstanbul: Değişim Yayınları, 2003, s.125.

hacminin genişleyerek, görece daha kısa vadeli ve spekülâtif bir kimliğe bürünmüş olmasıdır<sup>28</sup>.

1980 yılından itibaren dünya ekonomisinde yaşanan dönüşümün bir sonucu olarak dünya genelinde sermaye hareketlerinde büyük bir artış yaşanmıştır. İkinci küreselleşme dönemi olarak adlandırılan bu süreçte, ticaretin ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılmasına yönelik politikalar pek çok ülkede uygulanmaya başlamıştır. Ekonomiye devlet müdahalesinin güçlü bir şekilde eleştirildiği bu dönemde; ticaretin serbestleştirilmesi ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılmasının giderek açık hale gelen dünya ekonomisinde verimliliği, uluslararası rekabeti ve dolayısıyla refahı olumlu etkileyeceği fikri baskın gelmiştir. 1980'ler, bu baskın fikirleri uygulamaya geçiren hükümetlere sahne olmuştur. Bu dönemde, özellikle gelişmekte olan pek çok ülkede ticaret ve finansal piyasalar üzerindeki kısıtlamaların azaltılması veya kaldırılmasıyla dışa açılan ekonomiler daha fazla yabancı sermaye çeker hale gelmiştir<sup>29</sup>.

Dünya ekonomisinde yaşanan bu süreç sonrasında, esnek kur sistemleri daha popüler hale gelmiş ve gelişmiş ülkeler bir bir sermaye kontrollerini kaldırmaya başlamışlardır. Bu süreç içerisinde sermaye kontrollerini ilk olarak 1973'te Kanada, Almanya ve İsviçre kaldırmıştır. Bu ülkeleri 1974'te ABD, 1979'da İngiltere, 1980'de Japonya, 1990'da Fransa ve İtalya, 1992'de İspanya ve Portekiz izlemiştir. Gelişmekte olan ülkelere ise Meksika'da 1989'da, Arjantin ve Brezilya'da 1991'de, Güney Kore'de 1992'de kaldırılmıştır<sup>30</sup>.

Seksenli yılların ikinci yarısından itibaren yükselmeye başlayan DYY'lerin ana sebebi Avrupalı ve Japon şirketlerin üretim faaliyetlerini uluslararasılaştırmaları ile ilgilidir<sup>31</sup>.

Doksanlı yıllarda küreselleşme akımlarının hızlanması ile birlikte yeni sanayileşen ülkeler kategorisinde yer alan çok sayıda ülke ve GOÜ'lerde uygulamaya

<sup>28</sup> Salih Öztürk, "1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Piyasaların Gelişimi (Türkiye Örneği)", **Maltepe Üniversitesi İİBF Ekonomik, Toplumsal ve Siyasal Analiz Dergisi**, Sayı.2, 2003, ss.15-20.

<sup>29</sup> Devrim Dumludağ, "Yabancı Sermayenin Kalitesi ve Kurumların Etkisi", İbrahim Öztürk (Ed), **Türkiye'nin Küreselleşmesi, Fırsatlar ve Tehditler** içinde (105-118), İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2008, s.105.

<sup>30</sup> Selim Somçağ, **Türkiye'nin Ekonomik Kriz**, 3. Baskı, İstanbul: 2006 Yayınevi, 2008, ss.25-26.

<sup>31</sup> Jacques Adda, **Ekonominin Küreselleşmesi**,. Sevgi İnci (çev.), 5. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları, 2008, s.88.

koyulan politikalar, yapısal uyarlanma programlarının ve Washington Uzlaşısı ilkelerinin ortak havuzundan kaynaklanmıştır. Buradaki ilke ve politikalar; mali disiplin, kamu harcamalarının yeniden yönlendirilmesi, dış ticarete serbestleşme, doğrudan yabancı yatırımlara açılım, özelleştirme, deregülasyon ve mülkiyet haklarının korunmasıdır<sup>32</sup>. İzlenen ilke ve politikalar sonucu 1990’lı ve 2000’li yıllar, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından yabancı sermayenin öneminin oldukça arttığı dönemler halini almıştır.

Burada ilginç olan husus, sermaye akımlarının sadece ”doğru” makro iktisadi politikaları uygulayan birkaç “gözde” ülkeye değil, yapıları ve iktisadi politikalarında son derece farklılık gösteren bir ekonomiye aynı kararlılık ve hızda ilgi göstermesidir. Bu yönüyle, 1990’ların uluslararası sermaye hareketlerinin bir iki coğrafi bölgeyle sınırlı kalmadığını; bunun aksine, dünya kapitalizminin küresel ölçekte yeni bir aşamasını oluşturduğunu görmekteyiz. Bir yandan uluslararası finans kapitalin yatırım kararlarında sergilediği küreselleşmenin boyutlarını, bir yandan da dünya finans piyasalarının eklemelenmesini içeren bu süreç, iletişim teknolojisindeki baş döndürücü gelişmeleri de arkasına alarak, ulusal piyasaları birer birer spekülasyon çıkar alanına çekmiştir. Bu sürecin ana unsurunu, ulusal piyasalarda faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj ögesine dayanan kısa vadeli sermaye akımları oluşturmuş; bu durum finansal sermayenin akışkanlığına bağlı olarak merkez bankaları açısından bağımsız bir para, faiz ve döviz kuru politikası izleme olanağı bırakmamıştır<sup>33</sup>.

Yabancı sermaye akımları 90’lı yıllarda etkinlik kazanmış ve yaygınlaşmıştır. Giderek hacmi genişleyen yabancı sermayenin daha yüksek rantabilite araması, rantabiliteyi yakaladığı alanlara yönelmesi ve rantabilitenin artmasını sağlayacak düzenlemeleri hazırlaması kaçınılmaz olmuştur.

Finansal serbestleşmenin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerinde olumsuz etkileri görülmüştür. Buna bağlı olarak finansal serbestleşme sürecinde dönemsel olarak

---

<sup>32</sup> Sinan Sönmez, “Küresel Finansal Düzen, Yönetişim Ve Büyüme”, Nihal Yıldırım (Ed.), **Dünya Ekonomisinde Bütünleşme Hareketleri ve Türkiye Sorunları ve Çözüm Önerileri** içinde (111-139), Ankara: Siyasal Yayınevi, 2004, s.122.

<sup>33</sup> Erinc Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, 12. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları, 2006, ss.22-23.



krizler yaşamış ve yükselen piyasalar olarak adlandırılan bazı ülkelerde finansal birikim modelleri uygulanmıştır. Finansal birikim modelinin temel özellikleri olarak<sup>34</sup>: (a) büyümenin kısa vadeli sermaye akımlarına bağımlılığı, (b) iktisadi faaliyetlerin finansal spekülasyon ve rantlar tarafından yönlendirilmesi ve biçimlendirilmesi, bağılı olarak da bölüşümün giderek spekülatif kazanç sağlayanlar lehine gerçekleşmesi, (c) finans sektörünün reel sektörden kopması, (d) kamu maliyesinde kronik dengesizlik ve kriz, (e) iktisat politikalarının kısa vadeli sermaye girişlerine bağımlı olması, bu bağlamda deformasyona uğraması dikkati çekmektedir.

90'lı yıllarda gerçekleşen finansal krizlerin ardında yatan nedenlerden biri de uluslararası sermaye akımlarının bileşenleridir. Bu yıllarda gelişmekte olan ülkelere resmi akımlar azalma eğilimi gösterirken, özel sermaye akımları orta vadede hızla yükselmiştir. Özel akımlar orta gelirli ülkelerde yoğunlaşmış ve güçlü bir değişkenliği/hızla hareket edebilirliği sayesinde pek çok ülke ekonomisini etkileyebilir bir etkene dönüşmüştür. Ayrıca, IMF'den büyük miktarlarda borçlanan ülkelerin bu borçlarının artması küçük-orta gelirli ülkeler ile yoksul ülkelerin dışlanmasına yol açmıştır<sup>35</sup>.

Küreselleşme sürecinde üretim faktörlerinin mobil hale gelmiş olması, vergi rekabetinin yanı sıra yabancı sermaye rekabetinin de artmasına neden olmuştur. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki yabancı sermaye rekabetinin “pozitif toplamlı bir oyun” ya da “negatif toplamlı bir oyun “ olduğu şeklinde tek taraflı bir bakış açısı benimsemek yerine her iki yaklaşımında yaptığı analizlerden, tavsiyelerden ve uyarılardan yararlanmak gerekmektedir<sup>36</sup>.

ABD ekonomisi 90'lı yılların ortalarından itibaren kronikleşen finansman ihtiyacını, dış tasarruflarını kullanarak gidermeyi başlamıştır. Böylece iç tasarruftaki açık dış tasarrufun transferi ile dengelenmiştir<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> Sönmez, s.132.

<sup>35</sup> Zeki İlker Görenel, “Finansal Serbestleşme, Politika Hataları ve Krizler”, **Öneri Dergisi**, Cilt.7, Sayı.27, Ocak 2007, s.254.

<sup>36</sup> Coşkun Can Aktan ve İstiklal Y. Vural, **Yeni Ekonomi ve Yeni Rekabet**, Ankara: Ajans Türk Basın ve Basım AŞ., Aralık 2004, s.229.

<sup>37</sup> Sönmez, s.130.

Yabancı sermaye hareketlerinin kontrolü de 20. yüzyılda el değiştirmiştir. Yüzyılın ikinci yarısından itibaren çok uluslu şirketler, özellikle doğrudan yatırımlarda en önemli kesim olmuştur. Ayrıca haberleşme ve ulaşım alanındaki gelişmeler paranın dolaşımını daha kolay ve hızlı bir hale getirmiştir. Dolayısıyla dünya genelinde bireylerin yatırım yapabileceği yeni borsalar açılmış ve küçük yatırımcıların oluşturduğu önemli bir güç ortaya çıkmıştır.

2005 yılında dünyada doğrudan yabancı sermaye yatırımları 916 milyar Amerikan doları\* olmuştur. Bu rakam 1982 yılında 59, 1990 yılında 2002, 2004 yılında 711 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir<sup>38</sup>. Bu da doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının oransal artışının oldukça fazla olduğunu göstermektedir. Ülkeler bu büyük pastadan daha fazla pay alabilmek için sürekli rekabet halindedirler. Bazı ülkeler yabancı sermayeye vergi indirimleri gibi imkanlar sunmakta, bazıları ucuz üretim faktörleri sağlamak, bazıları ise içinde buldukları gümrük birliklerinin avantajlarından faydalanmaktadır.

Ülkelerin yabancı sermaye çekmekte başarılı olmalarının birçok sebebi sayılabilir. Bunlardan biri teknik eleman fazlalığıdır. Çünkü çokuluslu şirketlerin yaşamlarını devam ettirebilmeleri için kaynak aktarmaları gereken AR-GE yatırımlarında üç özellik aranmaktadır: Düşük ücret, geniş bir kalifiye çalışan havuzu, daha düşük maliyet. Bu konuda başarılı olan ülkelere Çin, Rusya ve Hindistan dünyadaki tüm yükseköğretim öğrencilerinin üçte birine sahiptir.

Araştırma-Geliştirme (AR-GE) yatırımları yabancı sermaye yatırımları ile paralellik arz etmesi bakımından önemlidir. Tabii ki söz konusu devletlerin bu konudaki kararlılığına ve çabasına, uzun dönemli bir stratejiye, insan kaynaklarına stratejik yatırıma, fikri mülkiyet haklarının korunmasına bağlıdır. Bunu başaran ve en büyük AR-GE yatırımcılarının %50 den fazlasını çeken Çin, Hindistan ve Singapur'dur. 2005–2009 dönemi için en cazip muhtemel AR-GE lokasyonları sıralamasında ise ilk üç sırayı Çin, ABD ve Hindistan oluşturmaktadır.

---

<sup>38</sup> UNCTAD, World Investment Report 2006, (t.y.), [www.unctad.org/end/ocs/wir/2006/overview\\_en.pdf](http://www.unctad.org/end/ocs/wir/2006/overview_en.pdf) (8 Aralık 2008), s.9.

\* Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde geçen dolar cinsi ABD dolarıdır.

Tabi ki yabancı sermaye çekmekteki başarılarında ülkelerin siyasal ve coğrafi özelliklerinin payı büyüktür. Yabancı sermayeyi çekme stratejilerinden olan ucuz emek yaklaşımı, etik tartışmaların konusudur. Fakat yatırımcılara bir anlamda köle emeği sunan Çin ve Hindistan'ın bu konuda oldukça başarılı oldukları da bir gerçektir. Çin 2005 yılında 72,4 milyar dolar yabancı sermaye çekmeyi başarmıştır <sup>39</sup>.

Bunu dışında önceleri Kanada şimdi ise Meksika, Amerika'nın bölgesel kalkınma stratejilerine bağlı olarak Amerikan yatırımcılarını ülkelerine çekmektedirler. Ayrıca Meksika, ABD ve Kanada'nın da üye olduğu Kuzey Amerika Ekonomik İşbirliği'nin gümrük duvarlarını aşmak isteyen birçok Avrupalı ve Japon şirket buraya yatırım yapmaktadır. Amerika aynı siyasal amaçlarla, Güney Amerika ülkelerine de yatırım yapmaktadır. Pasifikteki ada ülkelerinin bir kısmı da yabancı yatırımcılardan aldıkları vergileri çok düşük oranlara çekme stratejisi ile başarılı olmaya çalışmaktadırlar.

Yabancı sermaye yatırımlarının ilk ayağını özelleştirmeler oluşturmaktadır. 90'lı yıllarda komünist rejimi terk eden ve liberal ekonomiye geçiş yapan birçok Doğu Avrupa ülkesi de takip eden 10 yıl boyunca bu yolla sermayeyi çekebilmişlerdir. Daha sonra ise Avrupa Birliği'ne giren bu ülkelerin birçoğu birliğin her türlü avantajından faydalandıkları gibi, bu konuda da karlı çıkmışlardır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında 2005 yılında 20. sırada bulunan Çek Cumhuriyeti'nin başarısının nedenleri: Altyapısının gelişmişliği, Almanya-Avusturya pazarlarına yakınlığı, ülkenin makine mühendisliği ve teknolojik araştırma konusundaki geleneksel bir takım yerleşmiş kurumları ve insan gücüdür<sup>40</sup>.

Yabancı sermaye yatırımları belirtildiği gibi genel itibariyle gelişmiş ülkelerin çok uluslu şirketleri tarafından yapılmaktadır. 2004 yılında yatırımlarda ilk 10 sırayı alan çok ulusluların dört tanesi Amerikan, ikisi tanesi İngiliz, ikisi tanesi Fransız, biri Japon ve biride İngiliz-Hollanda ortaklığındaki şirketlerdir.

---

<sup>39</sup> YASED, Unctad Dünya Yatırım Raporu 2005, (t.y.), [www.yased.org.tr/genel/yased-sunum-ma-son.ppt#8](http://www.yased.org.tr/genel/yased-sunum-ma-son.ppt#8) (21 Ocak 2008), ss.3-10.

<sup>40</sup> Nahit Töre, Dünya Yabancı Sermaye Yatırımları, (t.y.), [www.tcmb.gov.tr/yeni/ev/ds/yayin/kitaplar/kitap2/dunyayabsermaye.doc](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/ev/ds/yayin/kitaplar/kitap2/dunyayabsermaye.doc) (10 Ocak 2010), s.86.

2005 yılında dünyada yabancı yatırımları ülkesine çeken ülkelerin ilk yirmisi ise sırasıyla şöyledir: İngiltere, ABD, Çin, Fransa, Hollanda, Hong Kong(Çin), Kanada, Almanya, Belçika, İspanya, Singapur, İtalya, Meksika, Brezilya, Rusya, Bermuda, İsveç, Birleşik Arap Emirlikleri, Cayman Adaları, Çek Cumhuriyeti<sup>41</sup>.

2000–2005 döneminde gelişmiş ülkelerin doğrudan yabancı sermayeden aldıkları pay azalış göstermekte iken gelişmekte olan ülkelerin payı ise sürekli artmaktadır. 2000 yılında toplam sermaye hareketleri 1.409 milyar dolar iken gelişmekte olan ülkelerin payı %18, gelişmiş ülkelerin payı ise %80 idi. Sermaye hareketleri 2005 yılında 916,3 milyar dolara çıkmış gelişmekte olan ülkelerin aldığı pay da sürekli artarak %36 ye çıkmıştır. Gelişmiş ülkelerin payı ise %59 a inmiştir.

2005 yılında gelişmiş ekonomilere sermaye girişi yüzde 21 artarak 4.522 milyar dolara ulaşmıştır. 2004 yılına kıyasla Kanada, İngiltere ve Euro bölgesinde artış görülmüş, Amerika ve Japonya’da düşüşler yaşanmıştır.

Gelişmiş ülkelerde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yüksekliği ile birlikte portföy yatırımları ve diğer yatırımların oransal yüksekliği dikkat çekicidir. Son dönemlerde İngiltere ve Euro Bölgesi sermayeden aldığı payı daha da arttırmışlardır. Portföy yatırımlarının ABD ve Euro Bölgesi’nde, doğrudan yatırımların ise Kanada ve İngiltere’de arttığı görülmektedir.

Gelişmiş ekonomilerin aksine gelişmekte olan ekonomilere doğrudan yabancı sermaye girişinin, toplam sermaye akımları içinde oransal olarak daha fazla yer kapladığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler aynı dönemde yabancı sermayeden daha fazla yararlanmayı bilmişlerdir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki artışa rağmen portföy yatırımları ve diğer yatırım girişlerindeki dalgalanmalar ise devam etmektedir. Globalleşen dünyamızda sıcak para olarak adlandırılan bu tip yatırımların hızlı hareketleri, ekonomilerini henüz sağlam temellere oturtamamış ülkelerin aleyhine bir durumu ortaya çıkarmaktadır. Yükselen Asya ülkeleri sermaye yatırımlarının büyük kısmını almaktadır.

---

<sup>41</sup> UNCTAD, s.11.

**Tablo 1**

**Yükselen Piyasalar ve Gelişmekte Olan Ülkelere Giren Özel Sermayenin Dağılımı  
(Milyar Dolar, Net)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Öz Sermaye Akımları</b>	<b>177,5</b>	<b>226,5</b>	<b>285,7</b>	<b>262</b>	<b>696,5</b>	<b>129,5</b>	<b>-52,5</b>
Doğrudan Yatırımlar	150	191,6	251,7	254,4	411,2	425	279
Portföy Yatırımları	1,8	17,7	32,7	-32,4	88,1	-85,4	-99,8
Diğer Yatırımlar	25,7	17,2	1,2	39,9	197,1	-210,1	-231,6

**Kaynak:** TCMB, Yıllık Ekonomik Rapor 2009.

Yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ülkelere net sermaye girişi 2005 yılında 285,7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2007 yılında 696 milyar dolara ulaşan net sermaye akımlar, küresel krizin de etkisiyle 2009 yılında negatif değer almıştır.

### **1.6. YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ NEDENLERİ**

Sermayenin küresel dolaşımında muhakkak kar güdüsü en önemli etkidir. Bu kimi zaman borsaların farklı getirilerinden kaynaklanan portföy yatırımları şeklinde olabileceği gibi, reel faiz oranlarının farklılıklarından kaynaklanan borç ilişkisi şeklinde de kendini gösterir.

Doğrudan yabancı yatırımlar daha çok Karşılaştırmalı Üstünlükler Teorisi ve Heckscher-Ohlin teoreminin varsayımları üzerine hareket eder. Yeni pazarlara ulaşmada maliyetleri azaltma, yatırım yapılan ülke üreticilerinin bilgilerinden faydalanma bu konuda ayrıca vurgulanabilir. Tabi bununla birlikte siyasi içerikli yatırımlar da söz konusudur. Ayrıca ülkelerin veya birliklerin gümrük duvarlarını aşma çabası da doğrudan yatırımların nedenleri arasındadır.

#### **1.6.1. Portföy Yatırımları ve Borç İlişkisinin Nedenleri**

Portföy yatırımlarının gerçekleştirilmesindeki amaç, yatırımcının kendi ülkesindekinden daha yüksek getiri oranlarından faydalanmak istemesidir. Yatırımcı kendi ülkesinde daha düşük reel getiri elde edebilecekken daha fazla risk ile yabancı bir

ülkeye yatırım yaparak daha yüksek bir reel getiri elde eder. Reel faizin yüksekliğinin yanı sıra portföy yatırımcısının ve dış borcun ülkeye gelmesini sağlayan üç önemli itici güç vardır:

1. Yatırım yapılan ülkedeki döviz kurunun az çok sabit bir eğilim göstermesi (ki yatırımcı kazandığı parayı kendi parasına çevirirken kazancını kaybetmesin)

2. Ekonominin nispeten istikrarlı olması

3. Kazandığı parayı yurtdışına çıkarırken kambiyo sınırlaması olmaması (ki yatırımcı anapara ve getirilerini kendi evine götürebilsin)<sup>42</sup>.

Kredi şeklinde gelen dış borçlanma da reel faiz farklılıklarından faydalanmak için gelir. Fakat doğrudan sorumluluğu almak yerine bankalara yada diğer kurumlara dövizle borç veren yabancı yatırımcılar dönem sonunda reel faize yakın bir getiri elde etmiş olurlar<sup>43</sup>. Yani ilgili ülkenin bankaları ile reel faizi paylaşmış olurlar. Tabi ki ülkenin istediği gibi borçlanabilmesi için de daha önce bahsedilen üç koşulun var olması gerekir.

### **1.6.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Nedenleri**

Son yıllarda trilyon dolarlar ile ifade edilmeye başlanmış olup, firmaların kendi ülkelerinde ürettikleri mal ve hizmetleri ihraç etmek veya lisans ve yönetim sözleşmesi yapmayı giderek artan bir alternatif olarak gördükleri<sup>44</sup> doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının nedenleri şöyledir<sup>45</sup>:

- Değişik coğrafyalara yayılmış olan hammadde ve diğer üretim faktörlerinin ucuz, sürekli ve yeterli şekilde temini,
- Üretimin çeşitli aşamalarının farklı yerlerde geliştirilmesinin sağladığı maliyet avantajından yararlanma düşüncesi,

<sup>42</sup> Mahfi Eğilmez, "Dönüm Noktası", **Radikal**, 7 Eylül 2006, s.14.

<sup>43</sup> Eğilmez, s.14.

<sup>44</sup> Alper Ekinci, **Çin Yabancı Sermaye Türkiye**, Ankara: Turhan Kitabevi, 2005, s.8.

<sup>45</sup> Ekinci, s.8.

- Üretici firmanın üretim süreçlerine ilişkin sahip olduğu özel bilgi ve teknikleri herhangi bir şekilde paylaşmaya yanaşmaması nedeniyle, lisans anlaşmaları yapmak yerine bizzat üretmeyi tercih etmesi,
- Üretici firmanın yaratmış olduğu markayı korumak amacıyla üretimi kendisinin yapması konusunda ısrarcı bir tutum sergilemesi,
- Firmanın markalaşma sonucu yarattığı güvenden yurtdışında da istifade ederek müşteri potansiyelini artırma düşüncesi,
- Üretim yapılan alanda iç pazarın doymuş olması sebebiyle hem daha az rekabetçi hem de doymamış yeni pazarlarda üretimi ve karlılığı sürdürmek düşüncesi,
- İthalatçı ülkenin gümrük mevzuatından kaynaklanan kısıtlar ve vergi yükünden kaçınmak istemesi,
- Firmanın kendi ülkesinde geçerli olan mevzuat nedeniyle yaşadığı kısıtlamalardan kurtularak bu alanda daha liberal piyasalarda çalışma şeklindeki politikaları,
- Yabancı teknolojilerden istifade etme düşüncesi.

Doğrudan yabancı sermayeyi bir ülkeye çeken faktörlerin başlıcaları, yabancı sermayenin ülkeye gelişine izin veren yeni yasaların çıkarılması, doğrudan yabancı sermaye yatırımları konusunda iyi politikalar oluşturulması, özelleştirme, yatırım ortamının geliştirilmesi, yatırım yapılan piyasanın ölçeği ve ayrıca yatırım yapılan ülkedeki ekonomik koşullardır<sup>46</sup>.

DYY'lerin önemli bir kısmını gerçekleştiren çok uluslu şirketlerin, yatırım yapma aşamasında dikkat ettikleri ekonomik faktörler üç farklı grup altında toplanmaktadır<sup>47</sup>:

---

<sup>46</sup> Sandy Kyaw, "Foreign Direct Investment to Developing Countries in the Globalised World", **DSA Conference**, University of Strathclyde, Glasgow: 10-12 september, 2003, ss.1-20.

<sup>47</sup> Selçuk Akçay ve Gökhan Demirtaş, "Kurumsal Faktörlerin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerine Etkisi: Ampirik Bir Kanıt", **Gazi İİBF Dergisi**, 8/2, s.17.

- Pazaraya Yönelen DYY: Bu güdü ile hareket eden DYY'lerin amacı, yabancı piyasalara girmektir. Dolayısıyla pazara yönelen DYY'lerin belirleyicileri arasında piyasa büyüklüğü, piyasanın büyüme hızı, yabancı piyasalara erişme olanağı(dışa açıklık) ve piyasa yapısı vardır.

- Kaynağa Yönelen DYY: Bu tip DYY'ler doğal kaynaklara erişebilirliğini, düşük maliyetli niteliksiz işgücüne, gerektiğinde yeni teknolojiyi kullanabilecek nitelikli işgücüne erişimi ve fiziksel altyapının (teknoloji, iletişim ve ulaşım) gelişmişliğini içerir.

- Etkinliğe Yönelen DYY: Bu güdü ile hareket eden DYY ise emeğin etkinliği, kaynak maliyeti, hükümet teşvikleri, vergi oranları gibi faktörleri ve bölgesel entegrasyon yapısını göz önünde bulundururlar.

Ülkeler doğrudan yabancı yatırımları çekebilmek ve daha büyük sermaye akımlarını gerçekleştirmek adına vergi teşviklerine de gidebilmektedirler. Bu amaçla ulusal mevzuatlarında değişiklik yapmakta ve yabancı sermaye rekabetinden hak ettiklerini düşündükleri payı almaya çalışmaktadırlar. Doğrudan yabancı yatırımlara yönelik belli başlı vergi teşvikleri<sup>48</sup>:

- Belirli iktisadi faaliyetler yada işletme türlerini hedefleyen kurumlar vergisi indirimleri,

- Yatırım teşvikleri,

- Vergi tatilleri (belirli bir süre için vergi muafiyet yada indirimi),

- Hızlandırılmış amortisman,

- Dağıtılmayan ve yeniden yatırıma aktarılan karlar için vergi indirimleri,

- Ana ülkeye kar transferinde düşük vergileme,

- Emlak vergisinde indirim,

---

<sup>48</sup> Aktan, s.222.



- Tarifelerde indirim,

- Özel ekonomik bölgelerin oluşturulmasıdır.

## **1.7. YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ OLUMLU VE OLUMSUZ YÖNLERİ**

Ülkeler yabancı sermaye mevzuatını düzenlerken muhakkak yatırımlardan yararlar beklerler. Bununla birlikte yabancı sermayenin hem yatırımcı hem de yatırımı alan ülke açısından olumlu ve olumsuz yönleri bulunabilir.

Yatırımcı ülke açısından, doğrudan yatırımların ödemeler bilançosu üzerindeki ilk etkisinin olumsuz olabileceği söylenebilir. Yatırım yapan ülkede büyümeyi yavaşlatabileceği, kararsızlık yaratabileceği, dış ticaret hadlerini aleyhte etkileyebileceği, ülkenin kendi firmalarının dışarıdaki faaliyetlerini denetlemede güçlük çekebileceği ve dolayısıyla milli planların uygulanmasının aksayabileceği, devletin vergi gelirlerinde azalma yoluyla zarar görebileceği ileri sürülmektedir. Buna karşılık, dış yatırımların özel getirilerinin yerli yatırımlardan daha fazla olduğu, bu yatırımların dışsal ekonomi ve dıştan yararlanma sağladıkları üzerinde durulmaktadır<sup>49</sup>.

### **1.7.1. Yabancı Sermayenin Olumlu Yönleri**

Yatırımın yapıldığı ülke açısından, yabancı sermaye yatırımlarının ödemeler bilançosu ve dış ticaret hadleri üzerindeki ilk etkileri olumludur. Yabancı sermayenin az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye eksikliğini gidermedeki rolü oldukça önemlidir. Gerek yabancı yatırımlar, gerekse dış borçlanmanın, ev sahibi ülke yönünden iki ana işlevi olduğu savunulmuştur. Söz konusu işlevlerin ilki, iç tasarruf açığını kapatmadaki rolüdür. İkinci işlev, iki açık modellerini geliştiren Chenery ve Strout gibi iktisatçılarda öne sürülen döviz kısıtı kavramında ifadesini bulmaktadır. Buna göre, gelişmekte olan ülkelere büyüme hızını belirleyen iki ana kısıt vardır. Bunlardan ilki iç tasarruf açığı, ikincisi ise döviz gelirlerinin yetersizliğinden kaynaklanan döviz kısıtıdır. Yabancı sermaye yatırımları ve dış borçlar, çoğu kez birinci

---

<sup>49</sup> Feridun Ergin, “Yabancı Sermaye Maddesi”, **Ak İktisat Ansiklopedisi**, Cilt 2, İstanbul: Sermet Matbaası, 1973, s.959.

kısıtlayıcıdan daha belirleyici bir özellik kazanan, ikinci kısıtın giderilmesi bakımından önem kazanmaktadır<sup>50</sup>.

Bunun dışında ülke, krediler sayesinde yatırım harcamalarını finanse edebilir, kamu harcamalarını karşılayabilir, borçlarını ödeyebilir, milli savunma giderlerini karşılayabilir ve sıkıntıya düştüğü durumlarda sorunlarını öteleyebilir.

Doğrudan yabancı sermayenin olumlu yönleri şöyle sıralanabilir<sup>51</sup>:

- Ülkenin sermaye açığını kapatarak üretim kapasitesini artırır ve dolayısıyla istihdamı artırır,
- Ülke içinde üretilmeyen yeni teknolojilerin transferi sağlanır ve yatırım yapan büyük şirketlerin yönetim bilgisinden faydalanılır,
- Döviz girişi sağlanır ve ülkenin dış piyasalara açılımında yatırımcı şirketlerin pazar bilgisinden faydalanılarak ihracat artırılır,
- Yabancı sermaye yerli ekonomiye dinamizm kazandırır ve iç rekabeti artırır,
- Bu saydıklarımızın dışında yabancı sermaye kuruluşları sağladıkları karlar ölçüsünde yerel hükümetler için bir vergi kaynağı oluşturur.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları dönem içerisinde gelişmekle birlikte, bu tip sermaye yatırımı alan ülkenin yada yatırımı yapan şirketin kendi ülkesinin ödemeler dengesinde önemli bir etki bırakmayabilir. Yatırım o ülkenin finansal piyasalarına yapılacak yardımlarla ya da uluslararası sermaye piyasası tarafından ve üretilmiş ürün biriminden orada sağlanan karla finanse edilebilir. United Nations Conference on Trade and Development'a göre (UNCTAD), çok uluslu şirketler 1996 yılında yaptıkları yatırımların sadece dörtte birini kendi ülkelerinden getirdikleri sermayeyle finanse etmişlerdir<sup>52</sup>.

---

<sup>50</sup> Şahinöz, s.323.

<sup>51</sup> Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, s.728.

<sup>52</sup> Adda, s.86.

Yabancı banka kredileri ile yurtiçinde kredi veren kuruluşların ve tasarruf sahiplerinin sağladığı yerli sermaye arzını takviye edilerek; yabancı banka kredilerinin hiç olmadığı bir duruma kıyasla daha yüksek yatırım ve ekonomik büyüme düzeylerine ulaşmak mümkün olur. Ayrıca yurtdışı piyasalardaki faiz oranlarının nispi olarak düşük olmasına bağlı olarak reel kesimin ucuz borçlanması sağlanabilir<sup>53</sup>. Bunun dışında yurtdışından temin edilen sermaye, iç denetim sistemleri etkin işlemeyen firmaların gözetim altında tutulmasını sağlar.

Portföy yatırımları şirketlerin ve devletlerin, yurtiçi piyasalardan temin edemedikleri sermayeyi yurtdışı piyasalardan temin etmesine olanak sağlar. Küresel sermaye piyasalarında fiyatlanan değerler, iktisadi yapının daha rekabetçi hal almasına neden olur ve ekonominin etkinliğini artırır. Uzun ve kısa vadeli banka kredilerinden ziyade portföy yatırımlarından elde edilecek yabancı sermaye hem daha fazla hem de daha likittir<sup>54</sup>.

### **1.7.2. Yabancı Sermayenin Olumsuz Yönleri**

İleri sürülen olumlu yönlerine rağmen yabancı sermayenin ülkelerin karşı tutum almasında etkili olan negatif etkileri de bulunmaktadır. Öncelikle sıcak para olarak adlandırılan portföy yatırımları ve borçlar son dönemlerdeki krizlerin baş aktörleri olmuşlardır. Büyük uluslararası fonların portföylerinin önemli bir kısmını hisse senetleri oluşturur ve doğal olarak ilk hedefleri kar etmektir. Doğal olmayan ise fonların büyüklüğü ve giriş çıkışlar sırasında verdikleri zarardır. Bu tip yabancı sermaye kalıcı değildir. Kriz anlarında ülkeden ilk nakit çıkışını da gerçekleştiren kesimdir. Aslında az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde çoğu zaman krizlerin sebepleri olmaktadır.

Kısa vadeli sermaye giriş-çıkışları finansal sistemi istikrarsızlığa sürüklemekte, ekonomik büyümenin dalgalı bir seyir izlemesine yol açmakta ve ödemeler dengesinde cari açığın ihtiyaç duyduğu finansman tutarının ötesinde dış borçlanmaya yol açmaktadır. Portföy yatırımlarının ise sermaye piyasasında kaynakların etkin tahsisini gerçekleştirilmeyip, spekülasyona yol açması söz konusudur. Küresel sistemde sermaye giriş-çıkışlarına açık ekonomilerin kalkınma sürecinde ihtiyaç duydukları alanlara

---

<sup>53</sup> Chang, s.154.

<sup>54</sup> Chang, ss.163-64.

yönelik bir fon akımı söz konusu olmamaktadır. İktisat politikalarının araçları olan maliye ve para politikalarının yanı sıra, faiz politikası ile kur rejimi de sermaye hareketlerine bağımlı olmakta, hükümetlerin iktisat politikalarını belirlemedeki kısıtları artmakta ve yüksek dolarizasyon gerçekleşmektedir<sup>55</sup>.

Yabancı sermaye yatırımlarının yol açtığı sorunlardan biri de döviz kurlarının piyasada belirlendiği dalgalı kur sistemlerinde, büyük ve ani sermaye girişlerinin yerli paranın değer kazanmasına bu da dış ticaret dengelerinin olumsuz etkilenmesine sebep olmaktadır. Aynı şekilde ani ve büyük miktarda gerçekleşebilecek sermaye çıkışları da ekonomik güven ortamını sarsarak, finansal krizlerin tetikleyicisi olabilmektedir<sup>56</sup>.

Doğrudan yabancı sermayeye yöneltilen başlıca eleştirileri şöyle sıralayabiliriz<sup>57</sup>:

- Ekonomi üzerinde yabancı denetimi artar ve bağımsız bir sanayi politikası izlenemez hale gelir,
- Ekonominin bütünlüğü bozulur ve ikili bir yapı oluşmasına sebep olur,
- Yabancı sermaye yatırımları gümrük tarifeleri ve ithalat yasakları gibi koruyucu duvarların aşılmasına ve gerekli politikaların uygulanamamasına sebep olur,
- Yerli şirketler karşısında haksız rekabet üstünlüğü kurar,
- Yabancı şirketlerin hammaddelerini yurtdışından sağlaması ve kar transferi yapmasıyla döviz giderlerini arttırır,
- Çok uluslu şirketler artçılarını şirketlerin kendileriyle rekabet yapmasına izin vermezler ve üçüncü ülkelere olan ihracatlarını kısıtlarlar. Bu da ülke ihracatının kısıtlanmasına sebep olur,

---

<sup>55</sup> Sönmez, s.137.

<sup>56</sup> Chang, s.146.

<sup>57</sup> Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, s.730.

- Yabancı şirketler araştırma ve geliştirme faaliyetlerini gittikleri ülkelerde değil, ana merkezlerinde toplarlar. Bu durum teknolojiyi sürekli yurtdışından ithal etmek zorunda kalan ülkenin teknolojik bağımlılığını artırır.

UNCTAD'ın 2003 yılı raporunda belirttiği, gelişmekte olan ülkelere giren doğrudan yabancı yatırımlara ilişkin endişeleri ise şu şekilde sıralanmaktadır<sup>58</sup>:

- Yabancı bağlı şirketler tarafından gerçekleştirilen rekabeti bozucu uygulamaların yaygınlaşması,
- Ödemeler dengesinin açık vermesine yol açan kısa vadeli yatırımların artması,
- Çevreyi kirletici faaliyet ve teknolojilerin transfer edilmesi,
- Yabancı bağlı şirketlerce vergiden kaçınma ve suistimale yönelik transfer fiyatlaması uygulamasına başvurulması,
- Ulusal firmaların piyasa dışına itilmesi ve yurtiçi girişimciliğin bastırılması,
- Çok zararlı sosyo-kültürel etkiler meydana getirecek şekilde yerel ürünlerin, teknolojilerin, ağların ve iş uygulamalarının piyasa dışına itilmesi veya devre dışı bırakılması,
- Özellikle özel ekonomik bölgelerde olmak üzere, çok uluslu şirketlere emek ve çevre düzenlemelerini önemsememelerine yol açacak şekilde tanınan imtiyazların varlığı,
- Doğrudan yabancı yatırımların, iktisadi ilişkiler ve karar alma üzerinde sahip olduğu yoğun etkiler ile ekonomik kalkınma ve ulusal güvenlik üzerinde sahip olduğu olumsuz etkilerin varlığı.

---

<sup>58</sup> Aktan, s.224.

Portföy yatırımları fiyatların hızlı bir şekilde intibak etmesine neden olmakta, bu durum ekonomik belirsizliği ve finansal kırılganlığı beraberinde getirmektedir. Fonların akışkanlığı ise döviz kurları, uluslararası ticaret ,finansal istikrarsızlık ve yaşam standartları ile ilgili sorunlara sebep olmaktadır. Portföy yatırımlarının yüksek likiditesi, ekonomik darboğazların olduğu dönemlerde krizleri etkileyebilecek şekilde ani çıkışlara sebep olabilmektedir. Bu durumda hükümetler yabancı yatırımcının hoşlanmayacağı politikalar izlemekte tereddüt edebilir; çünkü böyle politikaların büyük ölçekli bir yatırımcı çıkışını tetiklemesinden çekinirler<sup>59</sup>.

Yabancı bankalardan temin edilen kredilerin doğru alanlara yönlendirilememesi ve denetim eksikliği olan bir ekonomide etkin kullanılamaması muhtemeldir. Finansal serbestleşmeye bağlı spekülative balonlar oluştuğunda, yabancı banka kredilerinin büyük bir kısmının spekülative gayrimenkul ve hisse senedini finanse etmeye başlaması olasıdır. Bununla birlikte yabancı kredilerin ülkeden kaçma eğilimi yerli kredilere göre daha yüksektir ve borçlu ülkelere, alacaklı ülkelere çok büyük kaynak transferleri olması sonucunda sürekli büyüyen dış borçlar kontrol edilemez noktalara ulaşabilirler. Ayrıca yabancı krediler vade uyumsuzluklarına sebep olarak borç yükünü olağandan daha fazla ağırlaştırabilir<sup>60</sup>.

Yabancı sermaye yatırımlarının olumsuz yönlerini minimuma indirmek ve ekonomiye olan etkisini azaltmak adına literatürde sermaye denetimleri üzerine fikirler öne sürülmüştür. Sermaye denetimlerini savunan görüşe göre: Denetimler, finansal istikrarı sağlayabilir ve iktisadi krizlerin getirdiği sosyal ve ekonomik çöküntüyü önleyebilir. Ayrıca sermaye denetimleri cazip yatırım türlerini ve finansal düzenlemeleri teşvik edebilir ve istenmeyen yatırım /finansman stratejilerinin önünü kesebilir. Son olarak, spekülativeörlerin ve çeşitli dış odakların iç meselelerde karar alma sürecine karışmasını ve ulusal kaynaklar üzerinde söz sahibi olmasını zorlaştıran sermaye denetimleri, demokrasiyi ve ulusal bağımsızlığı güçlendirir<sup>61</sup>. Ancak sermaye kontrolleri bir kez uygulamaya konulduktan sonra özel bankaların, uluslararası piyasalardan kopuk hale gelmesi ve yurtdışında yaşanan finansal şoklara karşı da

---

<sup>59</sup> Chang, ss.166-168.

<sup>60</sup> Chang, ss.155-158.

<sup>61</sup> Chang, s.152.

korunamaması muhtemeldir<sup>62</sup>. Sermaye kontrollerini uygulayan ülkelerin elde ettiği sonuçlar incelendiğinde önemli bir etkinin olmadığı görülmüştür. Bununla birlikte kontroller sermaye girişlerini yavaşlatmada bekleneni verememekte, yerel paranın aşırı değerlenmesini önleyememekte ve para politikasına yeteri kadar geniş alan sağlayamamaktadırlar<sup>63</sup>.

Bu aynı zamanda genellikle sermaye kontrollerine dair lehte ve aleyhteki önerileri karıştıran, düşünmeden ortaya konulan reaksiyonu da simgeliyor. Sermaye kontrollerine, mali piyasaların genellikle iyiye yol açacak şekilde işlediğine ve herhangi bir müdahalenin verimlilik kayıpları yaratacağına inanıldığı için, ya da bunların kolayca savuşturulabileceği ve bu yüzden de etkisiz kalmaya mahkum oldukları gerekçesiyle karşı çıkılmaktadır. Ancak sermaye kontrollerine hem maliyetli hem de etkisiz oldukları gerekçesiyle karşı çıkılması yanlış olacaktır.

Eğer sermaye kontrollerinden kolayca kaçılabiliyorsa (sözgelimi işlemlerin zamanlamasını manipüle etmek ya da ticari akışlara dair yanlış fatura çıkarmak yoluyla) o halde esas sermaye akış hacmi üzerinde bunun az etkisi olacaktır. Kontroller piyasalara az maliyetler getirecektir. Diğer taraftan piyasa iştirakçilerinin kayda değer maliyetler üstlenmeleri halinde - ya ödedikleri vergiler ya da bunlardan kaçınmak üzere yaptıkları harcamalar yüzünden - kontroller içeriye akışları frenlemek anlamında etkili olacaktır<sup>64</sup>. Sermaye kontrolleri üzerine literatürde tartışmalar devam etmektedir ve etkinliği henüz kanıtlanamamıştır.

Ancak gelişmekte olan ülkeler zaman zaman olumsuz etkilerini ortadan kaldırmak amacıyla sermaye hareketlerini kontrol etmeye çalışmışlardır. Temel hedef sermaye hareketlerinin vade yapılarını ve miktarını kontrol edebilmek olan uygulamaların nedenleri<sup>65</sup>;

---

<sup>62</sup> Graciela L. Kaminsky, "Küreselleşme, Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler", **İşletme Finans**, Gözde Işık (çev.), Cilt.18, Sayı.212, (Kasım 2003), s.17.

<sup>63</sup> Eliana Cardoso, "Küreselleşme, Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler", **İşletme Finans**, Ussal Şahbaz (çev.), Cilt.18, Sayı.212, (Kasım 2003), s.22.

<sup>64</sup> Dani Rodrik, "IMF'nin Sermaye Kontrollerinde Yeni Bir Bakış Açısına İhtiyacı Var", *Radikal*, 12 Temmuz 2009. <http://www.radikal.com.tr/Radikal.aspx?aType=RadikalYazar&ArticleID=967841&Yazar=DAN%DD%20RODR%DDK&Date=29.10.2010&CategoryID=101> (29.10.2010).

<sup>65</sup> Ahmet Ay ve Fatih Mangır, "Uluslararası Finansal Entegrasyon Bağlamında Sermayenin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi", **Maliye Dergisi**, Sayı.153, Temmuz-Aralık 2007, s.130.

- Sermaye hareketlerini parasal genişlemeden çok reel yatırımlara yönlendirebilmek, böylece cari işlemler dengesinde bir risk yaratmasını engellemek, para otoritesinin gücünü arttırabilmek,

- Finansal liberalizasyonla ülkeye gelen tasarrufların yabancılara hizmetine sunulmasından çok ulusal ekonomilerin hizmetinde kullanılması ve sermaye hareketlerinin gelir bölüşümü konusunda negatif etkisini azaltabilmek,

- Para politikası üzerinde aktif rol oynayarak finansal liberalizasyon sonrası vergi gelirlerindeki düşüşü sermaye hareketleri üzerinden vergi olarak arttırabilmek, böylece yerli paranın aşırı değerlenmesini engellemek,

- Ekonomik faaliyette bulunmayan paravan şirketlerin varlığı ve kayıt dışılığın artışı,

- Ulusal ve uluslararası yatırımcılar arasında farklı özel rejim uygulamalarının ve eşitlik ilkesinin zedelenmesi,

Sermaye kontrolleri konusunda tobin vergisi de üzerinde durulan konulardan biridir. Tobin vergisinin özelliği kısa vadeli spekülasyonu, uzun vadeli uluslararası yatırım kararları üzerinde pek fazla ters bir etki yaratmaksızın yıldıracak olmasıdır. Uluslararası finansal işlemlere yüzde 0.25 oranında bir vergi konulduğunu düşünülürse; böyle bir vergi daha yürürlüğe girer girmez, bu orandan çok daha düşük kâr marjlarının peşinde gerçekleşen gününbirlik finansal işlemlerin yanı sıra piyasalardaki anlık farklardan çıkar sağlamak üzere tasarlanmış daha uzun vadeli spekülatif hareketleri yok edecektir. Öte yandan, hatırı sayılır getirilerin peşinde olan uzun vadeli yatırımcılar Tobin vergisinden fazla etkilenmeyecektir. Dolayısıyla sermaye hareketleri uzun vadede yine de doğru istikamette gerçekleşecektir. Bununla birlikte, söz konusu vergi, ekonomilerini kötü yöneten hükümetleri cezalandırmak amaçlı finansal hareketlere de engel oluşturmayacaktır.



Bütün bunların ötesinde, verginin oldukça yüksek miktarda bir gelir kaynağı oluşturacağı da düşünülebilir. Vergi, bütün küresel finans işlemlerine uygulandığı takdirde gelirler daha da yüksek olacaktır<sup>66</sup>.

Yabancı sermayenin yatırım yapabilmesi için yurtiçi varlıklardan elde edilen getiri oranının yüksek olması gerekir. Buna yönelik bir taahhüt sermaye girişlerini arttırıp, ulusal paranın değer kazanması genellikle kırılğan bir yapıda bulunan ulusal finansal piyasalara sıcak para girişini daha yüksek düzeylere çıkarır. Kısa vadeli ve oldukça volatil akımlar, diğer bir ifade ile sıcak para, yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farkı daha da artıran piyasa aksaklıklarından ya da politika hatalarından yararlanmak ister. Sermaye, kendisi için uygun koşulların sürdürülebilirliğine ve ülkenin ödeme gücüne bakacaktır. Bu koşullarda risk oluşmaya başladığında, sermaye çıkışı görülmeye başlanır. Bu çeşit girişler enflasyon oranında, nominal ve reel döviz kurlarında volatilitenin kaynağı olabilmektedirler<sup>67</sup>.

---

<sup>66</sup> Rodrik, “*IMF'nin Sermaye Kontrollerinde Yeni Bir Bakış Açısına İhtiyacı Var*”, s.1.

<sup>67</sup> Görenel, s.253.

## 2. ÖDEMELER BİLANÇOSU VE CARİ İŞLEMLER AÇIĞI

### 2.1. ÖDEMELER BİLANÇOSU VE CARİ İŞLEMLER AÇIĞI KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Ödemeler bilançosu, sermaye hareketleri ve cari işlemler hesabı arasındaki ilişkinin de ele alındığı bu bölümde, teorik çerçevenin ana yapısını çizebilmek adına ödemeler bilançosu alt kalemleriyle birlikte incelenecektir. Daha sonra cari işlemler hesabının tanımına ve teorik yaklaşımlarına değinilerek, cari açıkların sürdürülebilirliği üzerinde durulacaktır.

#### 2.1.1. Ödemeler Bilançosu Tanımı

Ödemeler bilançosu, bir ülkenin genellikle bir yıllık dönem içinde, ülkede yerleşik kabul edilenlerle, dünyanın geri kalan kısmı arasındaki ekonomik ilişkilerin ve ödemelerin sistematik olarak çeşitli hesap grupları altında tutulduğu istatistiki bir rapordur<sup>68</sup>.

Bir başka tanımla ödemeler bilançosu, ülke sakinleri ile yabancı ülke sakinleri arasındaki iktisadi işlemlerin tamamının belirli bir dönem içinde sistematik bir şekilde kaydedilmesidir. Buradaki sakin kavramı firmaları, kişileri ve devlet temsilciliklerini kapsamaktadır. İktisadi işlem ise bir ekonomik kurumun diğer iktisadi kuruma mal ve hizmet karşılığında değer nakdidir<sup>69</sup>. Ödemeler bilançosu Türkiye uygulamasına göre analitik sunum kalemleri şu şekildedir<sup>70</sup>:

---

<sup>68</sup> Kenan Çelik, **Uluslararası İktisat**, 4.Baskı, Trabzon: Murathan Yayınevi, 2008, s.541.

<sup>69</sup> Erol İyibozkurt, **Uluslararası İktisat**, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2001, s.279.

<sup>70</sup> TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve Türkiye Uygulaması, (t.y.), <http://www.tcmb.gov.tr/> (3 Mart 2010), ss.24-27.

**Tablo 2**  
**Ödemeler Bilançosu Analitik Sunum**

<b>A-</b>	<b>CARİ İŞLEMLER HESABI</b>
1.	İhracat f.o.b.
2.	İthalat f.o.b.
	Mal Dengesi
3.	Hizmetler Dengesi: Gelir
4.	Hizmetler Dengesi: Gider
	Mal ve Hizmet Dengesi
5.	Gelir Dengesi: Gelir
6.	Gelir Dengesi: Gider
	Mal, Hizmet ve Gelir Dengesi
7.	Cari Transferler
	<b>SERMAYE-FİNANS HESABI</b>
<b>B.</b>	<b>SERMAYE HESABI</b>
<b>C.</b>	<b>FİNANS HESABI</b>
8.	Yurtdışında Doğrudan Yatırım
9.	Yurtiçinde Doğrudan Yatırım
10.	Portföy Hesabı-Varlıklar
11.	Portföy Hesabı-Yükümlülükler
11.1.	Hisse Senetleri
11.2.	Borç Senetleri
12.	Diğer Yatırımlar-Varlıklar
12.1.	Merkez Bankası
12.2.	Genel Hükümet
12.3.	Bankalar
12.4.	Diğer Sektörler
13.	Diğer Yatırımlar-Yükümlülükler
13.1.	Merkez Bankası
13.2.	Genel Hükümet
13.3.	Bankalar
13.4.	Diğer Sektörler
	Cari,Sermaye ve Finansal Hesaplar
<b>D.</b>	<b>NET HATA VE NOKSAN</b>
	GENEL DENGE
<b>E.</b>	<b>REZERV VARLIKLAR</b>
14.	Resmi Rezervler
15.	Uluslararası Para Fonu Kredileri

**Kaynak:** <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/tablo1.pdf>

Ödemeler bilançosu ülke ekonomisinin dış dünya ile olan bütün ilişkilerini gösteren, ekonomik ve siyasal karar birimlerinin seçimlerinde etkili temel kaynaktır. Bilanço alt kalemlerinde meydana gelebilecek dengesizlikler ülke ekonomisinin üzerinde önemli etkilere sebep olacaktır<sup>71</sup>.

## **2.1.2. Ödemeler Bilançosu Hesapları**

Uluslararası ekonomik işlemler ödemeler bilançosuna gelişi güzel bir şekilde değil, birbirlerine olan benzerliklerine ve ekonomik etkilerine göre gruplanmış olarak kaydedilmektedirler. Temel hesap grupları: Cari işlemler hesabı, sermaye ve finans hesabı, net hata noksan ve rezerv varlıklar kalemidir<sup>72</sup>.

### **2.1.2.1. Cari İşlemler Hesabı**

Ülkenin milli hasılasının bir bölümünü oluşturan cari işlemler hesabı, uluslararası ekonomik işlemlerin çok önemli bir grubunun kaydedildiği ödemeler bilançosu alt kalemidir. Hesaba giren işlemlerin bir bölümünü mal ticaretini kapsar. Birinci grup işlemler olarak adlandırabileceğimiz mal ticareti, ülkenin dış ekonomik ilişkilerinde önemli bir yer tutmaktadır. Mal ihracatı ile mal ithalatının oluşturduğu farka, “dış ticaret bilançosu” adı verilir. Cari işlemler bilançosunda yer alan ikinci grup işlemler, uluslararası hizmetler ticaretidir. Uluslararası hizmet gelir ve giderleri farkına “hizmetler bilançosu” adı verilmektedir. Cari işlemlerin üçüncü alt grubunu ise karşılıksız transferler oluşturmakta ve tek yanlı transferler olarak adlandırılmaktadır.

Cari işlemler hesabına kaydedilen tüm alacaklı ve borçlu işlemlerin bakiyesi cari işlemler bilançosu denmektedir. Alt bilançolar şeklinde ele alınacak olursa cari işlemler bilançosu, dış ticaret bilançosu ile hizmetler bilançosu ve karşılıksız transferler bilançolarının toplamına eşittir<sup>73</sup>.

---

<sup>71</sup> Çelik, s.541.

<sup>72</sup> Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, Geliştirilmiş 4. Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003, s.58.

<sup>73</sup> Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, s.59.

### 2.1.2.2. Finans Hesabı

Ülkenin dış alemle yaptığı her türlü mali sermaye ve doğrudan sermaye yatırımları, ödemeler bilançosunun finans hesabı bölümüne kaydedilmekte ve bu işlemler kendi içinde bazı alt başlıklara ayrılmaktadır. Bahsi geçen sermaye akımları sermaye ve finans hesabının finans hesabı bölümünde yer alır. Sermaye hesabı ise güncel tablolarda herhangi bir değer barındırmamaktadır.

Finans hesabı ilk olarak, uzun ve kısa vadeli sermaye diye iki alt bölüme ayrılabilir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve sınır ötesi tahvil ve hisse senedi alım satımları uzun süreli sermaye işlemleri arasında yer almaktadır. Bunun dışında resmi kuruluşlarca yabancı ülkelere veya uluslararası finansman kuruluşlarından sağlanan proje ve program kredileri de yine bu gruba girer. Finans hesabına kaydedilen işlemlerin ikincisi kısa süreli, yani süresi bir yıldan az olan sermaye girişi çıkışlarını oluşturmaktadır. Bunlar dış ticaretin finansmanına yönelik krediler olabileceği gibi, uluslararası faiz farklılıklarından yararlanma veya spekülasyon amacı güden kısa süreli fonları, ya da uluslararası para piyasası işlemlerini kapsayabilir. Sermaye hareketlerinde alacak ve borçlu hesaplarda meydana gelebilecek farka sermaye bilançosu denilmektedir. Şayet cari işlemler bilançosu belli bir miktarda açık verirken, finans hesabı aynı miktar fazla gösterir veya tersi söz konusu olursa, ödemeler bilançosunda bir dengesizlik bulunmaz. Bu dengenin sağlanamadığı durumlarda ise bir açık veya fazla ortaya çıkmaktadır<sup>74</sup>.

### 2.1.2.3. Rezerv Varlıklar Hesabı

Ülkenin dış ödemelerde kullanabileceği ödeme araçlarının tümüne rezerv adı verilmektedir<sup>75</sup>. Resmi rezervler ise gerektiğinde kullanılmak üzere merkez bankası tarafından tutulan uluslararası ödeme araçlarıdır. Merkez bankası bu araçları, döviz piyasasına müdahale amacıyla kullanmaktadır. Burada belirtmek gerekir ki, merkez

<sup>74</sup> Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, ss.59-60.

<sup>75</sup> Tamer İşgüden ve Müfit Akyüz, *Uluslararası İktisat*, İstanbul: Evrim Kitabevi, 1990, s.62.

bankasının döviz piyasasına müdahaleleri ülkenin dış ekonomik ve mali ilişkilerindeki gelişmelerin ortaya çıkarmış olduğu bir sonuçtur<sup>76</sup>.

#### **2.1.2.4. Net Hata ve Noksan Hesabı**

Ödemeler bilançosunda, gerçekleşen ve tahmini değerlerin birbirini tutmaması, mal ve hizmet girişi çıkış ve kayıtlarının belirli bazı kurumlarca yapılması, buna karşılık döviz giriş ve çıkış kayıtlarının başka kurumlarca tutulması halinde, hesaplarda atlama ve eksiklikler bulunabilir. Böyle durumlarda ödemeler bilançosu denkliği bu kalem ile sağlanmaktadır<sup>77</sup>.

#### **2.1.3. Cari İşlemler Hesabı Tanımı**

Cari işlemler hesabı (CİH) ödemeler bilançosunda, belirli bir zaman diliminde yerleşikler ile yerleşik olmayanlar arasında gerçekleştirilen mal, hizmet, yatırım ve transfer işlemleri sonucunda ortaya çıkan gelir ve giderlerin kayıt altına alındığı hesaptır. Kuramsal olarak ele alındığında; cari işlemler hesabı, bir ekonomide iç tasarruflar ile yatırımlar arasındaki farka eşit olmaktadır<sup>78</sup>.

Cari işlemler hesabı, farklı şekillerde tanımlanabilir: İlk olarak, toplam ihracat ve ithalatın farkına, yurtdışından net faktör ödemesi ve net transferlerin eklenmesi olarak tanımlayabiliriz. İkinci tanım, gayri safi harcanabilir gelirden tüketilen kısmın çıkarılmasıdır. Diğer bir yaklaşımla CİH, yurtiçi tasarrufların yatırımları karşılama oranı olarak tanımlanabilir. Son olarak da bir ülkedeki bireyler, yurtdışından borç aldığında veya borç verdiğinde bir varlık veya yükümlülük sahibi olurlar. Bunlara ek olarak tasarruf yatırım analizinde finansal varlıkların uluslararası akışı göz önünde bulundurulmalıdır; böylece CİH diğer ülkelere göre net yabancı varlıklardaki değişim olarak da değerlendirilebilir<sup>79</sup>.

---

<sup>76</sup> Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, s.60.

<sup>77</sup> İyibozkurt, s.281.

<sup>78</sup> Emiroğlu, s.131.

<sup>79</sup> Fatih Yücel ve Rüstem Yanar, "Türkiye'de Cari İşlem Açıkları Sürdürülebilir mi? Zaman Serileri Perspektifinden Bir Bakış", *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt.14, Sayı.2, (2005), s.32.

Bununla birlikte cari işlemler dengesi iki farklı yöntemle açıklanabilir. Bunlardan ilkinde cari işlemler dengesi, ödemeler bilançosu kayıtlarından elde edildiği şekilde net mal ve hizmet ihracatı ile karşılıksız transferler dengesinin toplamından oluşmaktadır. Mal ticaretinden kaynaklanan net ihracata transit ticaret gelirleri, navlun, sigorta ve taşımacılık gibi ticaretin gerçekleşmesini temin edici çeşitli hizmet gelirleri de dahil edilmektedir. Hizmetler dengesinde ise ülkenin turizm gelir ve harcamaları, yabancı yatırım gelirleri ve ülkenin dış borçluluk konumuna bağlı olarak dış borç faiz ödemeleri veya gelirleri dahil edilmektedir.

Cari işlemler dengesinin elde edilmesindeki ikinci yöntem ise milli gelir hesaplarının kullanılmasıdır. Bu yöntemle milli gelir hesapları, cari işlemler dengesi ve sermaye akımları arasındaki etkileşimi gösterilebilmektedir. Gayri safi milli hasıla (GSMH), özel tüketim harcamaları (C), özel yatırım harcamaları (I), hükümetin cari harcamaları (G) ve net mal ve hizmet ihracatı ile net faktör gelirlerinin ( $X - M$ ) toplamından oluşmaktadır.

$$\text{GSMH} = C + I + G + X - M. \quad (1)$$

Milli gelir hesaplarındaki ikinci temel eşitlik elde edilen gelirin ne yapılabileceğine yönelik ilişkiyi belirlemektedir. Milli gelir harcanabilir (C), tasarruf edilebilir (S), vergi olarak hükümete aktarılabilir (T) ya da yurt dışına transfer edilebilir (Tr).

$$\text{GSMH} = C + S + T + \text{Tr}. \quad (2)$$

GSMH için oluşturulan iki ifade birbirine eşitlenip, gerekli sadeleştirmeler yapılarak meydana gelen ifade yeniden düzenlendiğinde aşağıdaki eşitliğe ulaşılır:

$$X - M - \text{Tr} = (S - I) + (T - G). \quad (3)$$

Bu eşitliğin sol tarafı cari işlemler dengesini vermektedir. Başka bir ifadeyle, cari işlemler dengesi, özel tasarrufların özel yatırımlardan farkı ve hükümetin harcamaları ile vergi gelirleri arasındaki farktan oluşmaktadır. Örneğin, yurt içi özel

yatırımlar yurt içi tasarruflarla karşılanamıyorsa ve hükümetin bütçe açığı bulunmaktaysa o ülkenin cari işlemler hesabı açık vermektedir.

Son olarak, ülkenin cari işlemler dengesi ile net sermaye akımları arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla yeni bir eşitliğe ihtiyaç vardır. Tasarruf edilen her lira yurtiçinde fizikî yatırım yapmak, hükümetin bütçe açığını finanse etmek için çıkardığı borç senetlerini satın almak ya da yurt dışında herhangi bir varlık satın almak (FA) suretiyle kullanılabilir.

$$S = I + (G - T) + FA. \quad (4)$$

Yukarıdaki ifade yeniden düzenlendiğinde aşağıdaki eşitliğe ulaşılır:

$$FA = (S - I) + (T - G) = X - M - Tr. \quad (5)$$

Bu eşitlik, yurtiçi yatırımlarını finanse edebileceğinden daha yüksek miktarda tasarruf eden ve bu farktan daha düşük miktarda bütçe açığı bulunan bir ülkenin yabancı varlık stokunu artıracacağı şeklinde açıklanabilir. Bu durum yurt dışına sermaye çıkışı olarak da nitelendirilebilir. Dikkat edilmesi gereken bir diğer konu da yurtdışına sermaye çıkışının cari işlemler fazlasıyla mümkün olabileceğidir<sup>80</sup>.

Bununla birlikte, cari işlemler dengesi bir ülkede yerleşik ekonomik birimlerin yurtdışında yerleşiklerden tasarruf ithal edip etmediğini göstermektedir. Cari işlemler açığı olan bir ülke yurtdışından tasarruf ithal ediyor, fazlası olan bir ülke ise yurtdışına tasarruf ihraç ediyor demektir. Ekonomideki en önemli dengelerden biri sayılabilecek yatırım tasarruf dengesi aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

$$\text{Kamu Sektörü Tasarruf Dengesi (Tasarruf-Yatırım) + Özel Sektör Tasarruf Dengesi (Tasarruf-Yatırım) + Dış Alem Tasarrufu ( Cari İşlemler Dengesi) = 0}$$

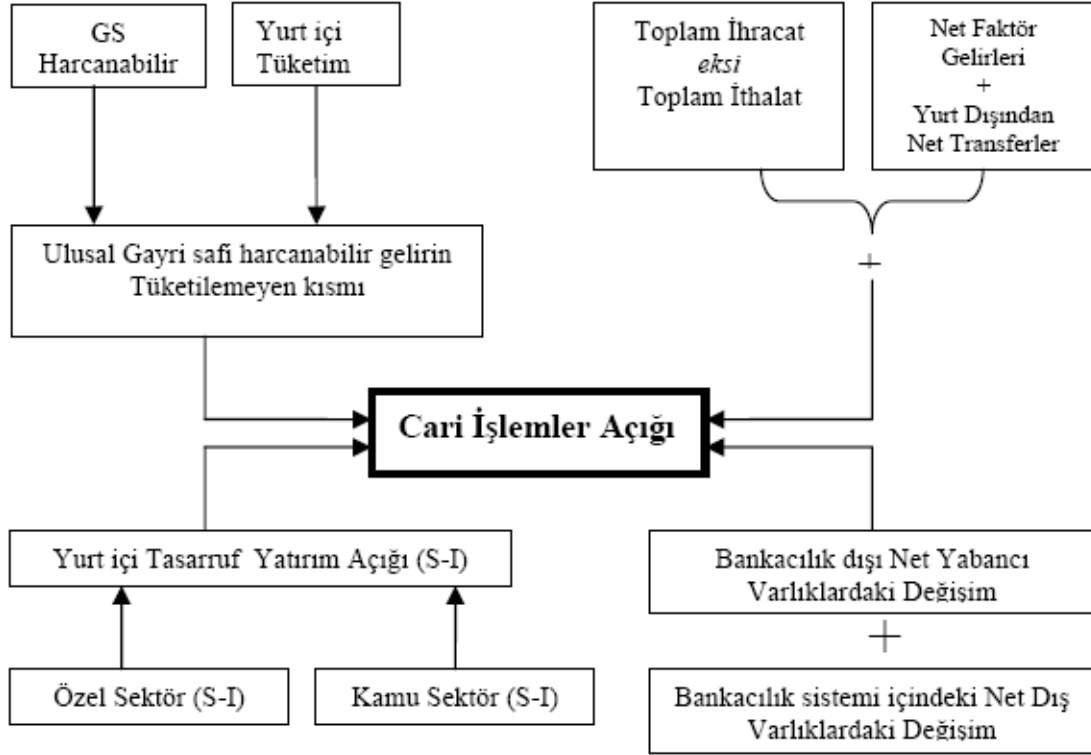
Bahsedilen eşitlik, ülkede tasarruf açığı olduğunda bu açığın dış alem tasarruflarıyla, yani cari işlemler açığı yoluyla finanse edileceğini göstermektedir.

---

<sup>80</sup> S. Tolga Tiryaki, "Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği", **Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No:8**, Temmuz 2002, ss.6-17.



Tasarruf fazlası olan ülkeler ise, tasarruf fazlalarını cari işlemler dengesinde fazla vererek yurtdışına ihraç ederler<sup>81</sup>.



**Şekil 1:** Cari İşlemler Açıklarına Etki Eden Değişkenler

**Kaynak:** Özlem Gülçiçek, “Cari İşlemler Dengesinin Nedenleri ve Ülke Ekonomileri Üzerindeki Etkileri ( AB Sürecinde Bir Değerlendirme)”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, 2007), s.36.

Cari işlemler dengesinin yanı sıra dış denge kavramları da ödemeler bilançosu aksaklıklarını gidererek, sağlıklı yorumlamakta kullanılan bir araçtır. Ödemeler dengesinde bulunan net hata noksan kalemi, kökeni ve amacı bilinmeyen döviz gelir ve giderlerinin biriktiği yerdir. Teorik olarak, uzun dönemde sıfırlanması gerekir. Ancak, bazen sistematik hata oluşur ve sıfırlanmaz. Böyle durumlarda cari işlemler dengesi

<sup>81</sup> Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası Teori Ve Türkiye Uygulaması**, 11. basım, İstanbul: Remzi Kitabevi, Mayıs 2007, s.251.

ekonominin döviz gelir ve giderlerini doğru yansıtmaz. Hesaba mutlaka net hata noksan kaleminin de eklenmesi gerekir. Bu şekilde bulunan değere dış denge denir<sup>82</sup>.

Son yıllardaki cari açıkları nedeniyle yaşanan ödemeler dengesi krizleri birçok ülkede açıkların sürdürülebilirliği konusunu tekrar gündeme getirmiştir. CİH’de büyük ve sürekli açıklar, krizler için uygun bir altyapı oluşturmaktadır. CİH’in sürdürülebilirliği konusunda açıklamalar genel olarak şu başlıklar altında toplanabilir:

- Yatırım/Tasarruf: Bu oran büyük olduğu zaman, yatırımların arttığı ve bu yatırımların büyüme artacağından, cari açıkların sürdürülebilir olduğu söylenebilir.
- Ekonomik Büyüme: CİH, hızlı ekonomik büyümeden kaynaklanıyor olabilir. Gayri safi yurtiçi hasılda (GSYİH) hızlı artış, uzun vadede yatırımları arttıracığından cari açıkların sürdürülebilir olduğu söylenebilir.
- Dışa Açıklık: Dışa açıklık oranı, ihracatın GSMH’ye oranı şeklinde tanımlanabilir. İhracat sektörünün büyüklüğü dış borçlanmanın daha kolay yapılmasını ve hacmini artırır. Bu durum ihracatta dışa bağımlılığı arttırmakla birlikte ekonomide üretkenliği artırması açısından ihracatın hacmi sürdürülebilirliği belirler.
- Dış Yükümlülüklerin Kompozisyonu: Gerek özel sektör gerekse kamu sektörünün dış yükümlülükler hacmi ve türü CİH’in sürdürülebilirliğini belirler. CİH’ in yüksek ve kısa vadeli dış borçlanmalarla finanse edilmesi durumda vadeli dış yükümlülüklerin artması, sürdürülebilirliği olumsuz yönde etkiler.
- Finansal Sistem: Özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemindeki kırılganlıklar sürdürülebilirliği olumsuz yönde etkilemektedir. Finansal piyasalarını serbestleştirmiş birçok gelişmekte olan ülkede yerel bankacılık sistemi artan sermaye hareketleri karşısında yetersiz kalmaktadır.
- Politik İstikrarsızlıklar ve Belirsizlikler: Politik istikrarın olmaması ve belirsizlik durumu özellikle mali piyasaların serbestleştirmiş olan ülkelere sürdürülebilirliği olumsuz yönde etkilemektedir.

---

<sup>82</sup> Asaf Savaş Akat, Ödemeler Dengesi Yazıları, (t.y), <http://akat.bilgi.edu.tr/others/0408-disacik-2.pdf> (3 Kasım 2010), s.6.

- Sermaye Hareketlerinin Yapısı: Sermaye hareketlerinin uzun vadeli ve doğrudan yatırımlar şeklinde olması CİH' in sürdürülebilirliğini arttırırken, kısa vadeli sermaye ile finanse edilmesi sürdürülebilirliği olumsuz etkilemektedir<sup>83</sup>.

## **2.2. CARI İŞLEMLER HESABINA YÖNELİK TEORİK YAKLAŞIMLAR**

Ödemeler dengesinde meydana gelen bozulmalar kısa dönemde sermaye hareketleri ile dengelenebilseler dahi orta ve uzun dönemde ülkelerin para miktarında önemli değişimlere neden olmaktadır. Günümüzün küreselleşmiş piyasalarında, uluslararası sermayenin farklı faiz seviyelerindeki piyasalarda sık aralıklarla hareket ettiği göz önüne alındığında para miktarı, faiz oranları ve dış ödemeler dengesini inceleyen belli başlı yaklaşımlar gündeme gelmektedir. Farklı kur rejimleri ve farklı konjonktürel dönemleri yansıtan yaklaşımlar aşağıda açıklanmaya çalışılmıştır.

### **2.2.1. Miktar Teorisi ve Otomatik Altın Standardı**

Altın standardı yaklaşımında ekonomideki para miktarı, altın giriş ve çıkışları ile paralellik sergileyerek artış ve azalış kaydetmektedir. Altın girişi para miktarını arttırarak fiyatların yükselmesine neden olarak ihracatı sınırlandırmakta, altın çıkışı da tersi biçimde fiyat mekanizmasının yardımı ile ithalatı sınırlandırmaktadır. Böylece altın giriş ve çıkışı dış ticaret açıklarını gidermekte veya arttırmakta, altın ve döviz stoklarının dünya ekonomilerine dengeli bir biçimde dağılmasını sağlamaktadır. Bir ekonomi politikası olarak kullanıldığı dönemlerde stabilizasyonun sağlanmasına yardımcı olan bu yaklaşım, Birinci Dünya Savaşı ve 1929 Bunalımı'nın ardından terk edilmiştir.

### **2.2.2. Esneklikler Yaklaşımı**

Ödemeler bilançosundaki dengesizliklerin geleneksel teori çerçevesinde ele alındığı yaklaşımda, nispi fiyat değişiklikleri temeline dayanılarak analiz yapılmaktadır<sup>84</sup>. Keynesgil görüşün dış ekonomik ilişkiler ile ilgili geliştirdiği ilk

---

<sup>83</sup> Yücel, s.4.

<sup>84</sup> İşgüden, s.89.

yaklaşım olan esneklikler yaklaşımında fiyat ve ücret rijitlikleri, bir taraftan eksik istihdama neden olurken diğer yandan ithalat ve ihracatın dengeye gelmesini engellemektedir. Ödemeler dengesinde meydana gelen dengesizlikler rezerv hareketleri ile giderildiğinde parasal büyüklükler de değişmektedir.

Yabancı sermaye yatırımlarının günümüzdeki kadar yüksek hacimli olmadığı dönemlerde cari işlemlere net dış ticaret akımlarının sonucu olarak bakmak doğal görünmekteydi. Bu dönemdeki iktisatçılar net ticaret akımlarının temel belirleyicisinin uluslararası nispi fiyat hareketleri olduğu görüşü üzerinde durmaktaydı. Cari işlemlere esneklikler yaklaşımı olarak adlandırılan bu görüş, arz ve talebin durağan fiyat esnekliklerinin, uluslararası ticaret akımlarını belirlediğini ileri sürer; bu arada geri planda uluslararası harcama ve gelir düzeylerinin sabit kaldığı varsayılmaktadır<sup>85</sup>.

Esneklikler yaklaşımına göre devalüasyonun dış denge üzerindeki olumlu etkileri, ihracat gelirlerini arttırıp, ithalat giderlerini azaltması yani dış ticaret dengesinin iyileştirmesiyle ortaya çıkar. Esneklik yaklaşımı, “Marshall-Lerner Koşulu”na bağlıdır. Bu da ihraç mallarının dış talep esnekliği ile ithal mallarının iç talep esneklikleri toplamının birden büyük olmasını gerektirir. Söz konusu esneklikler ne kadar yüksekse devalüasyonun ithalat dövizlerinden tasarruf sağlama ve ihracat dövizlerini arttırma etkileri de o kadar büyük olur<sup>86</sup>.

Esneklikler yaklaşımında devalüasyon ve revalüasyon dış ödemeler dengesinde karşılaşılabilecek aksaklıklara çözüm olarak önerilmektedir. Bu araç vasıtası ile içeride katılığını koruyan fiyatlar uluslararası piyasalarda değiştirilebilmekte, böylece ithalat ve ihracat dengeye gelebilmektedir.

Bir devalüasyon yapıldığı varsayılırsa, yaygın beklenti ihraç mallarının uluslararası piyasalarda fiyat avantajı ile talebini arttırması ve fiyatı yükselen ithal mallarının talebinin gerilemesi olacaktır. Bu noktada önem kazanan konu, ithal mallarının yurtiçi talep esnekliği ve ihraç mallarının yurtdışı talep esnekliği olmaktadır. Marshall-Lerner koşuluna göre gerçekleşen devalüasyon veya revalüasyonun ödemeler

---

<sup>85</sup> Tiryaki, s.3.

<sup>86</sup> Peter Kenen, **The International Economy**, 2nd Edition, New Jersey: Prentice Hall Publishing, 1989, ss.49-50.

dengeinde gözlenen açığı giderme konusunda başarılı olabilmesi için ithal mallarının yurtiçi talep esnekliği ve ihraç mallarının yurtdışı talep esnekliği birden büyük olmalıdır.

1929 bunalımının ardından “Esneklik Karamsarlığı” adı verilen bir görüşün egemenliğinde kur ayarlamaları ile ödemeler bilançosunda gözlenen dengesizliklerin giderilemeyeceği görüşü hakim olmuştur. Ancak günümüzde kur ayarlamalarının etkili olduğu görüşü tekrar benimsenmiştir.

### **2.2.3. Massetme Yaklaşımı**

Massetme yaklaşımı da Keynesgil özellik taşımakta ancak ödemeler dengesi konusunda kur ayarlamalarının yanı sıra ödemeler dengesinde görülen aksaklıkları, toplam gelir ve toplam harcamalarla ilişkilendirmektedir. Massetme yaklaşımı tam istihdamın geçerli olduğu bir ekonomide devalüasyonun yetersiz kalabileceğini ve bu nedenle daraltıcı politikalar uygulanmak zorunda kalınabileceğini açıklıkla ortaya koyması olarak görülmektedir.

Massetme yaklaşımına göre ülke içerisinde toplam harcamalar toplam gelirden büyükse bu fark ithalatın ihracattan büyük olması ile ilişkilendirilmektedir. Ülke ödemeler dengesindeki açığı, döviz rezervlerini eriterek veya borçlanarak finanse edecektir. Gelirlerin harcamalardan büyük olması halinde ise döviz rezervleri artış kaydedecektir. Massetme yaklaşımı ödemeler dengesi açıklarını gidermek için harcama azaltıcı politikalar, gelir arttırıcı politikalar (üretimi teşvik edici), ve bu iki politikanın bileşiminden oluşan politikalar önermektedir.

Massetme yaklaşımına önemli eleştiriler de getirilmiştir. Bu eleştirilerin başında yaklaşımın nispi fiyatları ihmal etmiş olması vardır. Bunun sonucunda, devalüasyonun nispi fiyat değişmeleriyle gelir ve doğrudan doğruya massetme üzerinde yaratabileceği önemli bazı etkileri ihmal etmiştir. Bir ekonomide ulusal paranın değerini düşürmekle mal ve hizmet üretimi başlıca üç şekilde arttırılabilir<sup>87</sup>:

- Tam istihdam kullanımını sağlamak,

---

<sup>87</sup> S. Rıdvan Karluk, *Uluslararası Ekonomi, Teori ve Politika*, 7. Baskı, İstanbul: Beta Basım, Eylül 2003, s.472.

- Ticaret hadlerini ülke lehine çevirmek,
- Nisbi fiyat değişimleri ile üretim faktörlerini daha etkin şekilde yeniden dağıtmak.

Tam istihdam ve kaynakların etkin kullanımı, ekonomi tam istihdam seviyesine yakın iken önem kazanmaktadır. Devalüasyon, dış ticarete konu olan malların fiyatlarını, dış ticarete konu olmayan malların fiyatlarına göre arttıracaktır. İthal malların fiyatlarının artması, ithal ikamesine sebep olacak ve ihracat mallarının fiyatlarında meydana gelen artış ise daha fazla ihracat yapabilmek adına üretimin artmasına sebep olacaktır. İthal ikamesi mallarına olan talep artışı üretim faktörlerinin ihracata yönelmesi yüzünden bu malların arzında meydana gelebilecek azalmayla birleştiği zaman ekonomide nispi fiyat hareketleri gerçekleşecektir. Sonuç olarak, ekonomide toplam parasal harcamalarda bir değişiklik olmasa bile massetmenin reel değerinde bir azalma görülecektir.

Faiz oranlarının yükselmesi de dış dengeye olumlu bir katkı yapmaktadır. Ekonomide para talebi parasal gelirlerle doğru orantılı olarak değişmektedir. Ancak para talebi faiz oranı arasında negatif ilişki vardır. Para arzı sabit iken ulusal paranın değer kaybetmesi sonucu ticaret dengesi lehe dönüşür ve parasal gelirler, dolayısıyla para talebi artar. Bunun sonucunda faiz oranları yükselir. Faiz oranlarının yükselmesi ise, yatırımları muhtemelen azaltır ve dış dengenin olumlu bir gelişme göstermesine katkıda bulunur. Sonuç olarak, ekonomide takip edilen para ve kredi politikalarının bilinmemesi kesin sonuçlar çıkarmaya da engel olmaktadır. Massetme yaklaşımı, sadece ödemeler bilançosu dengesi üzerine kurulmuş, ekonominin iç dengesi olan istihdam konusuna ise gerekli önemi vermemiştir<sup>88</sup>.

#### **2.2.4. Mundell-Fleming Modeli**

Yukarıda bahsedilen modellerden farklı olarak Mundell-Fleming Modeli ortaya çıktığı dönem itibarıyla (1960) sermaye piyasalarını kapsayıcı, daha gelişmiş bir model olarak görülmektedir. Model kendisinden önce ortaya konan Keynesgil modellerin geliştirilmiş bir versiyonu olarak da değerlendirilebilmektedir.

<sup>88</sup> Karluk, *Uluslararası Ekonomi*, ss.472-473.

Mundell-Fleming modeline yolu açan modeller, fiyat ve ücret katılıklarının, işsizliğin ve ülkeler arasında sınırlı düzeyde finansal etkileşimlerin bulunduğu, özünde durağan bir ekonomi varsayımı altında geliştirilmiştir. Söz konusu öncül modellerin başlıca katkıları, ticaret bağlantılarının Keynesyen çarpanlar üzerindeki etkisini, uluslararası yansımaları, devalüasyonun etkilerini, döviz kurlarının belirlenmesini ve dış ticaret hadlerinin Keynesyen tüketim fonksiyonundaki rolünü açıklamak olmuştur. Klasiklerin yaklaşımında odak noktası olan parasal etkenler ise çoğunlukla göz ardı edilmiş ya da yeterince önemsenmemiştir<sup>89</sup>. Ancak, bu yeni yaklaşım dış dengesizliklerin hangi mekanizmalarla giderilebileceği hakkında herhangi bir yön göstermemiştir.

1960'lar ile 1970'lerin başlarında köşe taşı haline gelen Mundell-Fleming modeli, makroekonomik politikaların iç ve dış dengeyi eşzamanlı olarak sağlayabileceği düşüncesini yansıtmaktaydı. Mundell-Fleming modeli özünde klasik IS-LM modelinin açık ekonomiye uyarlanmış halidir. Uluslararası sermaye hareketliliği varsayımına ek olarak yerli mallar ile yabancı malların eksik olarak ikame edilebilirliği ve istihdam varsayımına göre ya sabit fiyat değişken reel üretim düzeyi ya da sabit reel üretim-değişken fiyat düzeyi varsayımları yapılmaktadır.

Model temelde kısa vade üzerinde yoğunlaşmakta olduğundan ötürü, basit denkleştirme mekanizmalarını akım dengesi ve durağan döviz kuru bekleyişleri yoluyla açıklamaktadır. Yaygın bir popülerite kazanan model, politika uygulamalarının farklı döviz kuru rejimleri altında üretim düzeyi ve faiz oranları üzerindeki etkisini açıklamakta kullanılmıştır<sup>90</sup>.

Mundell-Fleming Modeli, döviz kurlarında dalgalanmanın beklenmediği bir ortamda iki ülke arasında yaşanan sermaye hareketlerinin faiz oranları arasındaki farkı izleyeceği temeli üzerine oturtulmuştur. Günümüz ekonomilerinde dalgalanma hayatın standart bir parçası olarak görülse de modelin geliştirildiği 60'lı yıllarda sabit kur sistemlerinin sıklıkla rastlanan ekonomi politikaları olduğunu dikkate almakta fayda

---

<sup>89</sup> Maurice Obstfeld, "International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. 8369.

<sup>90</sup> Tiryaki, s.5.

görülmektedir. Aşağıda Mundell-Fleming Modeli sabit ve esnek kur rejimlerine göre incelenmeye çalışılmıştır.

#### **2.2.4.1. Sabit Kur Rejimi ve Para Politikası**

Kurların sabit olduğu, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamda para politikası üzerinde etkisini kaybedeceği varsayılan merkez bankası, faiz oranlarını yükseltmek üzere para miktarını daraltacaktır. Bu varsayımdan hareketle dış ülkelerde gerçekleşen cari faiz oranlarına ulaşılan değin ülkeye sermaye girişi beklenmektedir. Ülkede para arzı, ödemeler dengesine bağlı olarak gelişmekte, ödemeler dengesinde görülen fazla veya açık, para arzını daraltıp genişletmektedir.

Sermaye hareketlerinin serbest olduğu, sabit kur politikası benimsenen ekonomilerde döviz giriş çıkışlarından doğan fazla veya açığın giderilmesinde, ekonomi yönetimine para arzını piyasanın ihtiyaçlarına göre ayarlamaları tavsiye edilmektedir. Çünkü sabit kur rejimlerinde para miktarına yönelik politika uygulamak mümkün görülmemektedir. Para arzının piyasanın istekleri doğrultusunda hareketi para arzının endojenliğini doğurmaktadır.

#### **2.2.4.2. Esnek Kur Rejimleri ve Para Politikası**

Esnek kur sistemini benimsemiş, sermayenin hareket serbestisine sahip olduğu ekonomilerde merkez bankalarının kurlar ve ödemeler dengesi ile ilgili bir sorumluluğunun bulunmadığı, ödemeler bilançosunda meydana gelen dengesizliklerin otomatik olarak dengeye geleceği ileri sürülmektedir.

Cari işlemler dengesinde meydana gelebilecek bir açık, ülke faiz oranı dış piyasalara göre yüksek ise sermaye girişleri ile dengelenebilmektedir. Merkez bankaları faiz oranlarını stabil tutmak gibi bir gayret içine girmedikleri için kendisine plasman alanı arayan sermaye, piyasadaki mevcut tahvillere yönelerek mevcut tahvillerin fiyatını arttırırken, piyasa faiz oranlarının da düşmesine neden olacaktır. Bu süreç iç ve dış faiz oranları dengeleninceye değin gözlemlenecektir. Sonuçta da sermaye giriş çıkışlarının son bulacağı veya dengeli bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. Şu halde ödemeler bilançosunun dengeye gelmesi, iç ve dış faiz oranlarının dengede olması ile



sağlanmaktadır. İç piyasada faiz oranları dış piyasalara göre yüksek ise sermaye girişleri ülke parasının değerini arttırarak ihracatı negatif etkilemekte ve ödemeler dengesinde açığa neden olmaktadır. İç ve dış faizlerin örtüşmesi ödemeler dengesinde açık veya fazla verilmemesinin şartı olarak görülmektedir.

Ancak geçmiş dönemlerde Türkiye ekonomisinde gözlemlendiği üzere para politikaları ile faiz oranlarının yüksek seviyelerde tutulması ve buna bağlı olarak döviz kurlarının gerçek değerinin bulması engellendiği taktirde ödemeler dengesi açıklarının kronik bir yapı sergileyeceği ve borç stokunun sermaye girişlerine paralel olarak artış göstereceği ifade edilmektedir.

### **2.2.5. Ödemeler Dengesine Parasalcı Yaklaşım**

Parasalcı yaklaşım ödemeler bilançosu açık veya fazlalarını parasal dengesizliklere, paranın arz ve talebi arasındaki uyumsuzluğa bağlamaktadır. Parasalcılara göre devalüasyon, ülke içinde malların fiyatını yükselterek para talebini arttırır. Bu talep iç emisyonla karşılanma ise bireyler yurt dışına mal ve hizmet ihraç edip ya da ellerindeki yabancı tahvilleri satarak döviz elde etmekle beraber, yurtdışından ülkeye döviz fonlarının girmesi ve merkez bankasının bunlara dayanarak emisyon hacmini arttırmasıyla para talebi karşılanmış (para arz ve talep dengesi eşitlenmiş) ve ödemeler dengesi sağlanmış olur<sup>91</sup>.

H.G. Johnson ve R.H. Mundell gibi parasalcı ekole bağlı iktisatçılar, ekonomideki para stokunun ödemeler dengesini etkileyen en önemli büyüklük olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu iktisatçılar ödemeler dengesi açıklarını parasal bir sorun olarak görmektedirler. Parasalcı yaklaşıma göre, ekonomide istenen ve mevcut olan para miktarı arasındaki fark, ödemeler bilançosundaki dengesizliklerin temel kaynağı olarak değerlendirilmektedir.

Sabit kur sisteminin benimsendiği bir ekonomide ödemeler dengesinde ortaya çıkan bir fazlalığın nedenleri, içeride para talebinin artış göstermesi veya dış dünyada

---

<sup>91</sup> Shelog Hofernan and Peter Sinclair, **Modern International Economics**, 2nd Edition, New York: Podstow, TJ Press Ltd., 1990, ss.90-91.

aşırı para yaratılması olabilmektedir. Aynı şartlar altında ödemeler dengesinde gözlenen açığın nedenleri ise ülke içerisinde aşırı para yaratılması veya yurtdışında para talebinin artış göstermesi olarak görülmektedir. Ancak ödemeler dengesi açıklarının süreklilik arz etmesi halinde içeride para arzının aşırı genişlemesi tek sebep olarak ileri sürülmektedir.

Ödemeler dengesine parasalcı yaklaşıma ilişkin ilk izlenin bu modelde reel faktörlerin es geçildiği ve ödemeler bilançosunda görülen dengesizliklerin yegane sorumlusunun parasal büyüklükler olarak ileri sürüldüğü yönünde olsa da, parasalcı ekol konuya yaklaşımında reel faktörleri, önce parasal çerçeveyi etkileyen bu vasıta ile de dış dengesizliklere neden olabilen konumda görmektedir.

Ödemeler dengesine parasalcı yaklaşımı savunan iktisatçılarda öne sürülen bir diğer konu da para talebinin istikrarlılığı tezidir. Ekonomide gelirin arttığı, buna karşılık para arzının değişmediği bir durum göz önüne alınırsa, ekonominin genelinde gelire göre elde tutmak istenen para miktarının gerileyeceği varsayılmaktadır. Bu durumda kişiler gerileyen reel ankesleri istenen duruma ulaştırmak için harcamalarını daraltacaklardır. Bu durumda fiyatların gerilemesi, ülkenin rekabet gücünün artması, cari işlemler hesabı ve ödemeler dengesinin fazla vermesi beklenmektedir. Sabit kur rejimi uygulandığı için ekonomideki fazla döviz sterilize etmek zorunda kalan hükümet para arzını arttırarak ekonomiyi arzu edilen ankes düzeyine taşıyacaktır.

Esnek kur rejimlerinin uygulandığı ekonomik ortamda ise ödemeler dengesinin para arzındaki değişimlerden etkilenmeyeceği, bu hesabın daha ziyade döviz kurlarındaki değişimlere karşı duyarlılık göstereceği ileri sürülmektedir.

Parasalcı ekole bağlı iktisatçılardan Classen'e göre, büyüme hızlandıkça ödemeler dengesi açık vermemeye başlamaktadır. Yani Keynesgil iktisatçıların ileri sürdüğü gibi ödemeler dengesi açıklarını gidermek için daraltıcı politikalara ihtiyaç duyulmamaktadır. Bir ülkede uygulanan para politikaları gevşetilmeye başlandığı durumda ise ödemeler dengesi açık vermektedir.

## 2.2.6. Ödemeler Dengesine IMF Yaklaşımı

Ödemeler dengesine parasalcı yaklaşım özellikle 80'li yıllarda oldukça popüler olarak değerlendirilebilirken, IMF'nin ödemeler dengesine genel yaklaşımına da zemin oluşturmuştur. Bu yaklaşım aşağıda açıklanmaya çalışılmıştır.

Baz Para = Dış Varlıklar + İç Varlıklar eşitliği, merkez bankası tarafından yaratılan paranın dış varlıklar alımı ve kredi vermek için kullanıldığını ifade etmektedir.

Net Dış Varlıklar = Baz Para – İç Varlıklar, eşitliğinde net dış varlıklar, ödemeler dengesinde meydana gelen farkları içermekte ve rezerv hareketlerine azalma ve artış olarak yansımaktadır. Bu şekilde net iç varlıklar kaleminin kontrolü ile dış ödemeler dengesi dengeye gelmektedir.

IMF'nin ödemeler dengesinde gözlemlenen bozulmalara karşı hareket noktası bir ülkenin sahip olabileceği net dış varlıklar düzeyini saptamaktır. Ülkenin dış borç yükünde yaşanabilecek makul artışın tespit edilmesinden sonra bu makul artış ile paralellik gösterebilecek büyüme ve enflasyon hedefleri ortaya konmaktadır. Büyüme ve enflasyon oranları vasıtası ile uygulanacak programda öngörülecek nominal milli gelir artışını belirlemek mümkün olmaktadır. Nominal milli gelir düzeyinin belirlenmesi ile birlikte baz paranın ne şekilde gelişmesi gerektiğinin öngörülebileceği ifade edilmektedir. Bu durumda Net Dış Varlıklar hedef büyüklük, baz para ise hedef büyüklük olduğu için iç varlıklar olması gereken genişleme hedefi olarak tespit edilmektedir. Merkez bankalarına düşen görev ise baz parayı ve iç kredilerdeki genişlemeyi bir program çerçevesinde izlemektir.

### 3. YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI CARİ İŞLEMLER AÇIĞI İLİŞKİSİ

#### 3.1. ÖDEMELER BİLANÇOSU ALT KALEMLERİ OLARAK YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE CARİ İŞLEMLER BİLANÇOSU

Ödemeler bilançosu ve alt kalemlerinin üzerinde daha önceki bölümlerde durulmuş, kısmen de olsa yabancı sermaye yatırımları ile cari işlemler açığı arasındaki ilişki belirtilmiştir. Bu bölümde ilişkiyi daha ayrıntılı şekilde ele almak amaçlanmaktadır.

Ödemeler dengesi istatistikleri tablosu dört ana bölümden oluşmaktadır:

1. Cari İşlemler Hesabı
2. Sermaye ve Finans Hesabı
3. Net Hata ve Noksan
4. Rezerv Varlıklar

Belirtilen dört ana hesabın net bakiyesinin toplamı tanım gereği sıfır olmalıdır.

Cari işlemler dengesi içinde dış ticaret dengesi, turizm gelir ve gider dengesi, yurtdışı müteahhitlik hizmetleri, yurtdışından işçi dövizleri ve faiz ödemeleri ile kar transferleri kalemlerini barındırır. Sonuç olarak cari işlemler dengesi ekonominin reel kesiminin mal ticareti ve üretici faktörlerinin döviz gelir ve giderlerinin dengesini vermektedir. Cari işlemler dengesi, dış ticaret açığı kavramından daha geniş bir tanımlama içermekte olduğundan bir ülkenin döviz açığı ya da fazlasının belirlenmesinde önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir<sup>92</sup>.

Cari işlemler dengesinde açık meydana gelmekte ise bu açık dış finansman ile karşılanacaktır. Bu demektir ki, şayet cari işlemler açık veriyorsa, finans hesabında bir fazla olmak zorundadır. Finans hesabı, finansal sermaye akımlarına dayalı döviz giriş ve

---

<sup>92</sup> Erineç Yeldan, "2001 Krizi Sonrası Türkiye: Dış Borçlanma Ve Spekülasyona Dayalı Büyüme Çözülürken", **Ulusal Bağımsızlık İçin Türkiye İktisat Politikaları Kurultayı Kitabı**, Hasan Hüseyin Doğan ve Levent Gökdemir (hzt.), Malatya: İnönü Üniversitesi Basımevi, Ağustos 2006, s.162.

çıkışlarını gösterir. Bu doğrultuda doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve dış borçlanma rakamlarını ifade eder. Belirtilen sermaye hareketleri içinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları haricindeki finansal sermaye girişleri doğası gereği borç arttırıcı özelliktedir<sup>93</sup>. Burada dikkat edilmesi gereken husus cari işlemler açığının boyutları kadar, sermaye akımlarının hangi alt kalemleriyle finanse edildiğidir.

Cari işlemler açıkları ile yabancı sermaye girişleri arasında yakın bir ilişki vardır. Ödemeler bilançosu analizinden biliyoruz ki, cari işlemler bilançosu açık veren bir ülkenin bu açıkları finanse edebilmesinin iki yolu vardır: Birincisi dış kaynak temini ki yabancı sermaye de bu kapsama girer, ikincisi de ülkenin resmi dış rezervlerinin kullanılmasıdır<sup>94</sup>. Cari açık ve yabancı sermaye hareketleri arasındaki negatif yönlü kuvvetli ilişki iktisat teorisinde geniş bir inceleme alanı bulmuştur. Konuyla ilgili Ted Walther, bahsi geçen ilişkinin varlığını grafiksel gösterimle kanıtlamaktadır<sup>95</sup>.

Net hata ve noksan kalemi hesaba katılmaz ise cari işlemler dengesi ile ödemeler dengesi bilanço yaklaşımını kullanarak aşağıdaki eşitlik çıkarılabilir<sup>96</sup>:

$$\text{Finans Hesabı Fazlalığı} = \text{Cari İşlemler Açığı} + \text{Rezerv Varlıklarda Artmalar}$$

Belirtilen eşitlikte Finans hesabında meydana gelebilecek bir fazlalık ya cari açığın ya da resmi rezervlerin artmasına sebep olmaktadır. Şayet sermaye girişlerine karşı otoriteler döviz piyasasına müdahale etmezlerse, resmi rezervlerde bir artış meydana gelmeyeceğinden, sermaye girişleri reel kurun değerlendirilmesi ve iç talebin körüklenmesi kanalıyla cari işlemler hesabında açıklar meydana getirecektir. Döviz piyasasına müdahale ederek sermaye girişleri tamamen sterilize edilirse, sermaye hesabındaki artış direkt resmi rezervlerde artışla karşılanacaktır. Reel kur ve iç talep değişmeyecek, bununla birlikte cari işlemler dengesinde de herhangi bir değişiklik

<sup>93</sup> Erinç Yeldan, “2001 Krizi Sonrası Türkiye: Dış Borçlanma Ve Spekülasyona Dayalı Büyüme Çözülürken”, s.162.

<sup>94</sup> Halil Seyidoğlu, “Türkiye’de yabancı sermaye ve dış ödemeler bilançosu sorunu”, **Ulusal Bağımsızlık İçin Türkiye İktisat Politikaları Kurultayı Kitabı**, Hasan Hüseyin Doğan ve Levent Gökdemir(hzl.), Malatya: İnönü Üniversitesi Basımevi, Ağustos 2006, s.151.

<sup>95</sup> Ted Wolther, **Dünya Ekonomisi**, Ünal Çağlar (çev.), 1.Baskı, İstanbul: Alfa Kitabevi, Ağustos 2002, ss.325-344.

<sup>96</sup> Bayram Kont, “Sermaye Girişleri ve Makro Ekonomik Etkileri:Türkiye Deneyimi (1990-1996)”, **İktisat Politikası**, Vildan Serin (hzl.), 1. Baskı, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, Ekim 1998, s.721.

yaşanmayacaktır. İlki esnek kur sistemlerindeki cari denge durumunu belirtmekte, ikincisi ise sabit kur rejimlerinde ki neticeleri göz önüne sermektedir<sup>97</sup>.

Cari işlemler açığının, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ya da uzun vadeye yayılmış döviz girişleri yoluyla finanse edilmesi nispi anlamda daha az sorunlu olarak algılanabilir. Diğer taraftan cari açığın kısa vadeli ve dış borçları arttırıcı şekilde sıcak para akımları ile finanse edilmesi tehlike yaratmaktadır<sup>98</sup>. Kısa bir süre için ülkeye giriş yapan sıcak paranın spekülâtif yatırımlara yönelmesi (görece yüksek olan reel faizlere yönelmesi) ulusal paranın aşırı değerlenmesine sebep olmaktadır. İthalatı özendirilen, beraberinde ihracatı karlı bir faaliyet olmaktan çıkaran bu durum, cari işlemler açığını büyütmektedir. Bu şekilde sağlanan iktisadi büyüme, ithalata bağımlı olduğu için yapay bir nitelik taşımaktadır. Sonuçta, faiz ile kur arasındaki hassas dengenin bir süre sonra bozulması, sıcak paranın ülkeden kaçması ve sistemin birdenbire çökmesi sonucunu doğurmaktadır<sup>99</sup>.

Cari işlemler açığının finansmanında kullanılan sıcak para, artan ithalatı desteklemektedir. Sistemin işleyişinde, ekonomik büyümesini yalnızca sermaye hareketlerinin güncel getirilerine endeksleyen bazı gelişmekte olan ülkeler, üretim değil tüketim ekonomisine yönelmektedirler. Artan bütçe açıkları vergi gelirleriyle kapatılamaz hale gelmekte, dolayısıyla hükümetler kısa vadeli sermayeye ihtiyaç duymaktadırlar. Bunu yapabilmek için ise faizleri yükseltip döviz kurlarını düşük tutmak gerekmektedir. Ancak bu kısır döngü çok uzun süre ilerleyemez ve döviz kurlarında ayarlamalar yapmak ihtiyacını beraberinde getirir. Kimi zamanlar ise ekonomik krizlerin tetikleyicileri haline gelmektedirler<sup>100</sup>.

Net hata ve noksan kalemi, kayıt dışı döviz giriş ve çıkışlarının net dengesini gösteren bilanço alt kalemidir. Eğer cari işlemler ve sermaye hesapları ile net hata ve noksan kalemleri sıfırdan farklı bir rakam vermekte ise, ortaya çıkan rakam kadar miktar döviz rezervlerine aktarılmaktadır. Gerçekleşen pozitif bakiye ödemeler dengesi istatistiklerine eksi olarak girmekte ve rezerv artışlarına kaydedilmektedir. İşlemlerde

<sup>97</sup> Kont, ss.721-722.

<sup>98</sup> Yeldan, “ 2001 Krizi Sonrası Türkiye: Dış Borçlanma Ve Spekülasyona Dayalı Büyüme Çözülürken”, s.162.

<sup>99</sup> Aydın, *Sermayenin Küreselleşmesi*, s.127.

<sup>100</sup> Süleyman Aydın, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye'nin Ekonomik Güvenliği**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2009, ss.80-81.

geçerli olan mantık, fazla veren döviz hesabının ödemeler dengesi istatistiklerinden çıkarılarak, rezervlere eklenmesine dayanmaktadır<sup>101</sup>.

### **3.2. CARİ İŞLEMLER AÇIĞININ YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI İLE DOĞRUDAN VE DOLAYLI İLİŞKİSİ**

Cari işlemler açıkları ile yabancı sermaye arasındaki yakın ilişki ödemeler bilançosu denkleştirme hesapları olması bakımından oldukça önemlidir. Ödemeler bilançosu analizlerinden bilinmektedir ki, cari işlemler bilançosu açık veren bir ülkenin bu açıkları finanse edebilmesinin iki yolu vardır: Birisi dış kaynak temini olarak adlandırabileceğimiz yabancı sermaye ve dış borçlanma, diğeri de ülkenin resmi dış rezervlerinin kullanılmasıdır<sup>102</sup>.

Cari açıkların fazla yükselmesi sıcak parayı da ülkeden kaçırmaktadır. Krizleri hazırlayan süreçte, CİH açıklarıyla birlikte kısa vadeli dış borçlarda da hızlı artışlar görülür. Bunların cüzi bir kısmı kamu kaynaklı, büyük kısmı özel borçlar niteliğindedir. Yenilendikleri sürece, bileşik faizle çığ gibi büyürler ve kredi verenlerin rizikosunun giderek arttığı bir evreye girilir. Reel faizleri artar, süreleri kısılır ve bir noktada yenilenemez olurlar, hatta kredilerde geri çekilişler başlar. İşte, kısa vadeli dış borçların faizlerinin ödenemiyor olması krizi patlatır. Krizler genelde bu borçların geri ödenmesini sağlayacak CİH fazlalarıyla sürer. Ekonomideki duraklama/gerileme ve artan işsizlik iç talebi daraltırken ve fırlayan faiz haddi ile döviz fiyatı ithalatın kısılıp ihracatın teşvikini yaratırken, CİH fazlası doğar; kısa vadeli borç stoku azaltılır. Bunların geri ödenme olanağının bulunamamasıysa ülkeyi moratoryum ilanına götürür. Dünya finans piyasası açısından, bu çok ciddi bir durum sayılır. Mali serbestlik, devletin ve iş dünyasının hesap bilmezliğiyle tamamlandığında, kısa vadeli dış borçları, ülkenin finansal dengelerini bozan başlıca etkene dönüştürmektedir. Kısa vadeli dış kredilere dayanarak verilen kısa vadeli iç kredilerse, kamuyu ve özel kesimi kısa vadeli kredilerle yaşar duruma getirdiği ölçüde, bütün ekonomi düzleminde rizikoları büyüten ve krizi hazırlayan öğeye dönüşmektedir. Çünkü, (yüksek riziko primi dolayısıyla)

---

<sup>101</sup> Yeldan, “ 2001 Krizi Sonrası Türkiye: Dış Borçlanma ve Spekülasyona Dayalı Büyüme Çözülürken”, s.162.

<sup>102</sup> Seyidoğlu, “Türkiye’de Yabancı Sermaye ve Dış Ödemeler Bilançosu Sorunu”, s.151.

yüksek faizli bu borçlar yenilenirken ödemeler (bileşik faizle) çığ gibi büyür ve ödenmeleri olanaksız hale girer<sup>103</sup>.

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmediği dönemlerde, iç talep → reel büyüme (atıl kapasitede) → ithalat → cari açık → dış kaynak → dış borç öğelerinden oluşan bağlantının başlangıç halkaları değişmiş ve otonom sermaye hareketleri → iç talep (ayrıca dış borç) → reel büyüme (atıl kapasitede) → ithalat → cari açık bağlantılar zinciri egemen olmuştur<sup>104</sup>.

### **3.2.1. Yabancı Sermaye Yatırımları Cari İşlemler Açığı ve Döviz Kuru, Faiz Haddi İlişkisi**

Türkiye’de cari işlemler açığı üzerine yapılan tartışmaların genel olarak iki başlık altında seyrettiği görülmektedir. Bunların ilkinde cari açığın arkasında büyümeden kaynaklanan talep artışı olduğu, ekonomide gerçekleşecek muhtemel bir yavaşlamanın cari açığı da daraltacağı ve serbest kur rejiminde cari açığa kurun intibak edeceği ileri sürülmektedir. Diğer yaklaşıma göre ise cari açığın arkasında reel ekonomiden bağımsız olarak belirlenen aşırı değerlenmiş TL’nin yattığı ileri sürülmektedir. Bu yaklaşıma göre kısa vadeli sermaye girişleri kur üzerinde baskı oluşturarak cari açığın artmasına neden olmaktadır. Birinci ve ikinci yaklaşımlar arasındaki temel düşünce farklılığı: Cari açıkların düzeltilmesi gereken değil, sermaye hareketleri ile başlayan bir sürecin sonucu olduğudur<sup>105</sup>.

Spekülatif kısa vadeli sermaye hareketlerine açılan bir ekonomi, bir yandan makro finansal dengenin sağlanması için reel faiz haddine, TL’nin yabancı paralar karşısındaki aşınma haddinin üstünde tutma gerekliliğine, diğer yandan da dövizde ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucu dış ticarete açık üretici sektörlerinin gerilemesiyle karşı karşıya kalır. Yüksek reel faiz-aşırı değerli ulusal para politikasına sıkışan ulusal ekonomide, kullanılabilir fonlar sabit yatırımlara yönelmek yerine,

<sup>103</sup> Gülten Kazgan , **Türkiye’de Ekonomik Krizler: (1929-2001) Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme**, (İstanbul Bilgi Üniversitesi), 25-26-27 Eylül, DEGEV-Türkiye İş Bankası, ss.21-22.

<sup>104</sup> Korkut Boratav, “Türkiye’nin Dış Açığı, Gümrük Birliği ve Döviz Kurları”, **Küresel Kriz Çerçevesinde Türkiye’nin Cari Açık Sorunsalı**, Turan Subaşat ve Hakan Yetkiner (Ed.), Ankara: Efil Yayınevi, 2010, s.25.

<sup>105</sup> B. Ali Eşiyok, “Türkiye Ekonomisinde Cari İşlemler Açığı”, **Mülkiye Dergisi**, Cilt.17, Sayı.258 (Nisan 2008), s.88.



tüketim ve ithalat patlamasına dönüşmekte ve cari işlemler açığını tehlikeli biçimde yükseltmektedir<sup>106</sup>.

Ayrıca aşırı değerlenmiş bir resmi kur, yabancı paraların iç ekonomide satın alma gücünü düşürüp, ülkeye döviz getirerek yatırım yapma isteklerini olumsuz etkilediği için, devalüasyon sonucunda işçi dövizlerinin de resmi kanallara dönmesiyle birlikte ülkeye giren yabancı sermaye ve işçi döviz miktarında da artış olurken dış denge de sağlanmış olur.

Yabancı sermaye girişleri, reel kurun değerlenmesine yol açmaktadır. Esnek kur sistemlerinde döviz kurunun belirlenmesi piyasaya bırakılmıştır. Bu sebepten esnek döviz kuru rejimlerinin uygulandığı ülkelerde yabancı sermaye girişleri, döviz kurunun reel olarak değerlenmesine sebep olurken, sabit kur rejimlerinde ise merkez bankası müdahaleleri ile yabancı sermaye girişlerinin döviz kuruna etkisi izole edilmektedir. Yönetilebilir döviz kuru rejiminde ise iki yöntem arasında bir yol izlenmekte, merkez bankasının müdahale edebileceği boyutlardaki sermaye girişlerinde, reel kurun değerlenmesi önlenmekte, büyük hacimli sermaye girişinde ise kurun değerlenmesine izin verilmektedir<sup>107</sup>.

Yabancı sermaye yatırımlarında gerçekleşen artış sonucu reel döviz kurunda meydana gelebilecek değerlenmelerin uzun vadede cari işlemler açığı üzerine etkileri şöyledir<sup>108</sup>:

Uzun vadede reel kurun değerlenmesi, ithalatın artıp ihracatın azalması yoluyla cari açıkların tetiklenmesine sebep olmaktadır. Ayrıca , reel değerlenme ile ülke içinde ihracata ve ithalata bağlı endüstrilerin rekabet edebilirliği azalacak ve bu sektörlerde gerileme baş gösterecektir. Bu durum sonunda yerli üretimi sekteye uğratıp, genelde imalat sektöründeki endüstriler hizmet sektörüne kayacaktır. Kalkınma stratejilerini ihracata göre belirleyen ülkeler, dış ticarete ihracat pazarlarını ve içte yerli endüstrisini kaybetme gibi bir riskle karşı karşıya kalacaklardır.

---

<sup>106</sup> Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, s.136.

<sup>107</sup> Kont, "Sermaye Girişleri ve Makro Ekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996)", s.714.

<sup>108</sup> Kont, "Sermaye Girişleri ve Makro Ekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996)", ss.719-720.

Reel kurların yabancı sermaye hareketleri ile şekillenmesi, cari işlemler açıkları ile reel kur arasındaki bağlantıyı kopararak yüksek cari açıklara rağmen kurların değerlenmesi olgusunu ortaya çıkarmaktadır. Değerlenen kur ise dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etki yaratmakta ve cari açıkları tetiklemektedir.

### **3.2.2. Yabancı Sermaye Yatırımları Cari İşlemler Açığı Büyüme-Yatırım ve Dış Borç İlişkisi**

Cari işlemler dengesi ile yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişki tasarruf-yatırım ilişkisi ile de açıklanabilir. Cari işlemler açığı veren bir ülke dış alem tasarruflarını ithal etmek istiyor demektir. Bu durum ülkede tasarruf açığı olduğunun göstergesidir ve tasarruf açıklarının da yurtiçi faiz oranlarını arttırması beklenir. Faizlerin yükselmesi mali sermayenin yurtdışından yurtiçine gelmesini özendirerek ve sermaye hareketleri dengesi fazla verebilecektir<sup>109</sup>.

Milli gelirlerini hızla arttırmak isteyen ülkeler iç tasarruflarının yetersiz olması durumunda, hedeflerini dış tasarrufları kullanarak gerçekleştirmeye çalışırlar. Sermaye girişleri ile reel kurdaki değerlenmeler girdi mallarını ucuzlatır. Bu durum arz elastikiyetini ve üretim kapasitelerini arttırarak büyümeyi hızlandırır. Ayrıca sermaye girişleri, bankaların özel sektöre aktaracağı kredilerde genişleme meydana getireceğinden bu yolla da büyümeyi hızlandırır. Sonuç olarak sermaye girişleri ekonomide talebi uyarmakta, yurtiçi ve yurtdışı kredi arzını kolaylaştırarak, girdi maliyetlerini düşürmektedir. Böylece ekonomide yüksek büyüme oranları yakalanabilmektedir<sup>110</sup>.

Yabancı sermayenin ekonomiye aktardığı kaynaklar sayesinde yatırım oranlarında ve büyümede gerçekleştirilen artışlar, cari işlemler açığının da büyümesinde etkin rol oynamaktadır. Cari işlemler dengesini etkileyen en önemli faktörler milli gelirdeki büyüme hızları, reel kur değerlenmeleri ve yabancı sermaye yatırımlarıdır.

---

<sup>109</sup> Eğilmez ve Kumcu, s.253.

<sup>110</sup> Kont,"*Sermaye Girişleri ve Makro Ekonomik Etkileri:Türkiye Deneyimi (1990-1996)* ", ss.721-726.

Döviz rezervlerinde yıl içinde artış veya azalma olmamış, yani bu rezervlerin toplamı aynı kalmış ise ve o ülke dışarıdan yıl içinde yabancı sermaye girişi, bedelsiz ithalat ve bağış gibi dış borcu gerektirmeyen bir yardım da almamış ise, o yıl için; (cari işlemler açığı=dış borç birikimi) dir. Tabiatıyla bu ilişkileri yalnız cari işlemlerdeki açık açısından değil, fazlalığı da kavrayacak ve diğer kalemlerdeki bütün değişme ihtimallerini eksi/artı kapsayacak matematiksel bir formül içinde ifade etmek de mümkündür\*.<sup>111</sup>

---

\* Detaylı Bilgi için Bknz. Kemal Kurdaş, **Ekonomik Politika Üzerine İncelemeler-Yorumlar**, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ., 1994, s.380.

## 4. TÜRKİYE’DE YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI VE CARİ İŞLEMLER AÇIĞININ TARİHSEL GELİŞİMİ

### 4.1. TÜRKİYE’DE YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

Türkiye’de uygulanan ekonomi politikalarıyla uyumlu olarak yabancı sermayeye bakış açılarında farklılıklar yaşanmış, dönemler itibariye değişik politikalar yürütülmüştür. Hükümetlerin ekonomi politikaları içerisinde, yabancı sermayeye yükledikleri işleve göre tarihi sürecin başlıca aşamaları şu şekilde sıralanabilir<sup>112</sup>;

a- 1923-1938: Temkinli yaklaşım,

b- 1939-1949: Dışa kapanma,

c- 1950-1960: Kısmi serbesti,

d- 1961-1980: Belirsizlik dönemi,

e- 1980 sonrası: Dışa açık büyüme ve liberal yabancı sermaye politikaları.

#### 4.1.1. Yabancı Sermaye Yatırımlarının 1980 Öncesi Gelişimi

Türk ekonomisinde yabancı sermaye yatırımlarının geçmişi ancak yarım asır kadardır. Aslında bu süre, fazla uzun bir zaman dilimini ifade etmemekle beraber, Osmanlı Devleti zamanındaki tecrübelerde dikkate alındığında, Türkiye’de doğrudan yabancı yatırımların diğer bir deyişle yabancı sermaye uygulamasının yaklaşık bir buçuk asırlık bir geçmişi vardır<sup>113</sup>.

Türkler yabancı sermaye diye bir konunun varlığından 1838 ticaret anlaşmasından sonra haberdar olmuşlardır. Kapitülasyonlar, dış borçlar, Duyun-u Umumiye, Osmanlı İmparatorluğu’nda yabancı sermaye konusundaki gelişmelerin işaret taşlarıdır<sup>114</sup>.

<sup>112</sup> Recai Coşkun, **Küreselleşme Türkiye Eksenli Analizler**, 1. Baskı, İstanbul: Beta Basım Yayım A.Ş., Mayıs 2002, s.148.

<sup>113</sup> S. Rıdvan Karluk, **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, İstanbul: Taştan Matbaası, 1983, s.78.

<sup>114</sup> YASED, *Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler*, s.78.

Osmanlılar döneminde yabancı sermaye doğrudan ve dolaylı olarak ülkeye girmiştir. Doğrudan yabancı sermaye girişi daha çok hammadde kaynaklarının işlenmesi ve demiryolu gibi altyapı tesislerinin kurulması şeklinde gerçekleşmiştir. Ayrıca borç temini olarak elde edilen yabancı sermaye de bulunmaktadır. İmparatorluk, ilk önemli dış borçlanmayı 1854 yılında Kırım Savaşı sırasında yapmıştır<sup>115</sup>. Elde edilen bu borçların doğru alanlarda kullanılmayışı Osmanlı'da büyük sıkıntılara sebep olmuştur. Hatta bu durum Osmanlı İmparatorluğu'nun egemenlik alanlarını dahi sarsacak boyutlara ulaşmıştır.

Osmanlı sanayisinde yabancı sermayenin payı oldukça düşük kalmıştır. Yabancı sermaye daha çok ticaret, ulaştırma ve bankacılık sektörlerine yönelmiştir. Bahsi geçen sektörlerin daha fazla karlılık vaat ediyor olması bunda etkindir. 19. yüzyılın ikinci yarısından itibaren miktarı artan yabancı sermayenin, özellikle demiryolu yapımı ve işletmesinde istekli olduğu görülmekte, bu duruma demiryolu güzergahında yatırımcıya tanınan imtiyaz anlaşmaları sebep olmaktadır. Yabancı yatırımların yoğunlaştığı bir diğer sektör ise bankacılık sektörü olmuştur. Osmanlı Devleti ile ticaret ilişkisi kuran çoğu batılı ülke, Osmanlı'daki karlı para ticaretinden pay kapmak adına banka şubesi açmışlardır. Bu alanda ulusal kuruluşların gelişmemiş olması yabancı bankaların faaliyetlerini kolaylaştırmış ve genişletme imkanı tanımıştır. Yabancı bankalar, gayri müslimlerle işbirliği yaparak tarımsal ve madensel hammaddeleri üreticiden ucuza alarak kar etmişlerdir. Ulusal bankacılığın gelişmemiş olması, bankacılık alanında İkinci Meşrutiyete kadar yabancı sermayenin hakimiyetinin sürmesine sebep olmuştur. Sektörde Osmanlı Bankası'nın devletle imzaladığı 1875 imtiyaz antlaşması ile devlet bankası görev ve yetkilerini kullanmış olması da yabancı yatırımcının etkinliğini açıklamak adına önemlidir. Osmanlı Bankası, Osmanlı Devleti'nde emisyon yetkisini ele geçirmiş ve kullanmış bir banka olmuştur<sup>116</sup>.

Yabancı sermayenin kaynak ülkelere göre dağılımında ise Fransızların %44 ile ilk sırada yer aldığı, Alman kökenli firmaların %34, İngilizlerin ise %17 lik bir pay aldığı görülür. Yabancı sermaye yatırımlarının yıllık net getirisinin sektörel dağılımında ise bankacılık ve sigortacılık %10'dan fazla, devlet borçları %8.7 olarak

<sup>115</sup> Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, s.777.

<sup>116</sup> Hüseyin Şahin, **Türkiye Ekonomisi**, Yenilenmiş 8. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2006, ss.18-22.

gerçekleşmektedir. Bu durum Osmanlı devletine borç vermenin yabancılar için en karlı yatırım yolu olduğunu göstermektedir. Yabancı sermayenin yıllık getirisi aynı zamanda ülke dışına kaynak aktarılmasının da bir göstergesidir. Osmanlı ekonomisinin nispi olarak en gelişmiş kesimi olan hizmet sektöründe egemen olan yabancı sermaye, ana ülkenin ekonomik konumuna uygun bir işbölümü yapmıştır: Ticaret kesiminde İngiliz, borç verme ve para işlemlerinde Fransız ve demiryollarında Alman sermayesinin görece üstünlüğü hakim olmuştur<sup>117</sup>.

Bununla birlikte yabancı sermaye Türkiye Cumhuriyeti'nin de her zaman gündeminde olmuştur. 17 Şubat 1923'de İzmir'de toplanan 1. Türkiye İktisat Kongresi'nde yabancı sermayeye karşı alınan tutum 'ülkenin siyasal bağımsızlığına aykırı bir faaliyet içinde bulunmaması ve yerli girişimci karşısında ayrıcalık sahibi olmaması koşuluyla' olumlu yaklaşım biçiminde ifade edilebilir<sup>118</sup>. Dönemin iktidarları her fırsatta yabancı sermayeye karşı olmadıklarını vurgulasalar da yabancı sermayenin önündeki yasal ve fiili engeller, durumun gerçekte daha farklı olduğunu göstermektedir. Yabancı sermayeye bakıştaki olumsuz havanın, Osmanlı İmparatorluğu'nun yaşadıklarının etkisi büyüktür. Lozan Antlaşması ile birlikte yabancılara tanınmış olan kabotaj hakkı kaldırılmış ve bu durum yabancı sermayenin ülkeyi terk edişini hızlandırmıştır<sup>119</sup>.

Yabancı sermayeyle ilişkili genel felsefe İzmir İktisat Kongresi'nin açılış nutkunda Mustafa Kemal tarafından; Osmanlı İmparatorluğu'nun çöküş sebeplerinin başında yabancılara tanınan ve ülkeyi bir yarı sömürge haline getiren kapitülasyon benzeri hukuki ayrıcalıkları sıralandıktan sonra, "Kanunlarımıza riayet şartıyla ecnebi sermayelerine lazım gelen teminatı vermeye hazırız" demiştir. Bu anlayış, yani kapitüler ayrıcalıklar aramamak şartıyla yabancı sermayeye davetkar olan yaklaşım, dönemin resmi tutum ve politikalarına tamamen egemendir. Yabancı sermayeye dönük bu olumlu yaklaşım, uygulamada yerli sermaye ile ortaklık halinde gelen yabancı yatırımların öncelikle desteklenmesi biçimini almıştır<sup>120</sup>.

<sup>117</sup> Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 19. Basım, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2007, ss.12-13.

<sup>118</sup> Şahinöz, s.327.

<sup>119</sup> Kepenek ve Yentürk, s.36.

<sup>120</sup> Korkut Boratav, **Türkiye İktisat Tarihi**, 11. Baskı, Ankara: İmge Kitabevi, Eylül 2007, s.42.

Cumhuriyetin ilk yıllarında yabancı sermayeli şirketlerin ülkeye çekilmesi konusunda çaba österilmesine rağmen, bu arada yapılan devletleştirmeler ülkeye istenilen ölçüde yabancı sermayenin gelmemesine yol açmıştır<sup>121</sup>. Dönem içerisinde Osmanlı'dan farklı olarak yabancı sermaye girişleri bağımsız değil, Türk vatandaşları ile ortaklıklar kurularak gerçekleştirilmiştir. Yabancı sermayenin, 1920-1930 yılları arasında kurulan 201 Türk anonim şirketinden 66'sında yer aldığı saptanmıştır<sup>122</sup>.

Nitekim cumhuriyet kurulduğu dönemde gıda, dokuma gibi bazı önemli sektörlerde yabancıların payı oldukça yüksektir. Fakat 1920'lerin sonlarında bazı demiryolu hatlarının devletçe satın alınması ve Kabotaj Kanunu'nun (1926) kabul edilmesi, yabancı şirketlere karşı başlatılan ilk girişimler olarak değerlendirilir<sup>123</sup>. 1920'lerin sonlarında belirlenen korumacı ve devletçi yaklaşım, 1929 yılında çıkarılan 1447 Sayılı 'Esham ve Tahvilat, Kambiyo ve Nukud Borsası Kanunu' ile 1930 yılında çıkan 1567 sayılı 'Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu' ile de pekiştirilmiştir<sup>124</sup>. Bu durum devletin yabancı sermayeye karşı bakışını netleştirmiş 1930'larda devletçi iktisat politikalarına yönelmesiyle birlikte yabancı sermayeye ait birçok girişimler satın alınarak millileştirilmiştir<sup>125</sup>. İkinci Dünya Savaşı sırasında ise durma noktasına gelmiştir.

1923-1950 döneminde yabancı sermayeye karşı olumsuz bir önyargı olduğuna ve bu yönde politikalar oluşturulduğuna dair bir eleştiriye Y.S. Tezel karşı çıkmakta; dönem hükümetlerinin yabancı sermayeyi teşvik adına bazı ayrıcalıklar tanıdığını vurgulamaktadır. 1923 ve 1924 yıllarında gerçekleştirilen sözleşmelerle, bazı yabancı demiryolu şirketlerinin, tramvay, telefon, su ve elektrik şirketlerinin Osmanlı Devleti'nden aldığı ayrıcalıklar ve 1925 yılında Osmanlı Bankası'nın ayrıcalığı, bankanın hükümete açtığı kredi karşılığı uzatılmıştır. Osmanlı Devleti'nden kalan kamu sanayi işletmelerinin özel anonim şirketlere satılması için çıkarılan kanunda yabancı şirketlerin de %49 oranına kadar pay satın almalarına olanak tanınmıştır<sup>126</sup>.

---

<sup>121</sup> Karluk, *Türkiye Ekonomisi*, s. 649.

<sup>122</sup> Kepenek ve Yentürk, ss.42-43.

<sup>123</sup> Şahinöz, s.327.

<sup>124</sup> Coşkun, s.152.

<sup>125</sup> Şahinöz, s.327.

<sup>126</sup> Y.Sezai Tezel, *Cumhuriyet Döneminin İktisadi Tarihi (1923-1950)*, Ankara: Yurt yayınevi, 1982, ss. 193-126.

Olumsuz bakış açısıyla birlikte yabancı sermaye yatırımları 1926-1933 döneminde 39.1 milyon TL, olarak gerçekleşmiş, buna karşın şirketler 39.9 milyon TL yi kar ve faiz geliri şeklinde dışarıya transfer etmişlerdir<sup>127</sup>. 1940'lı yılların savaş ekonomisi içerisinde devlet tamamen içedönük bir yapıya bürünmüş ve daha önce başlatılan millileştirme hareketleri devam etmiştir. 1946 ve 1947 yıllarında yabancı sermaye yatırımları ile ilgili kısmi düzenlemelere gidilmiş, sermayenin geliş şekli, amacı ve sermaye ile kar transferleri konusunda yeni düzenlemeler gerçekleştirilmiştir<sup>128</sup>.

Cumhuriyetin kuruluşundan 1950 yılına gelene kadar, dönemin bir kısmında veya tamamında bilinçli olarak yabancı sermayeye karşı bir politika izlenmemiştir. Bu dönemde dünya ekonomisindeki konjonktürel gelişmeler, 1929-1930 dünya ekonomik buhranı, İkinci Dünya Savaşı sonucunda yabancı özel yatırımlarda önemli bir gelişme olmamıştır<sup>129</sup>. 1948'den itibaren yabancı sermaye kullanımı Türkiye ekonomisinin işleyişinde önemli bir yer tutmaya başlamış, 1923-1947 döneminde iktisadi kalkınmasını kendi öz kaynakları ile gerçekleştirmeye çalışan Türkiye, bu tarihten itibaren yoğun biçimde yabancı kaynak kullanım yoluna gitmiştir. Dönem boyunca kullanılan dış kaynaklar üretim ve gelir artışını olumlu yönde etkilemiş, fakat ekonominin dış kaynaklara bağımlılığının artması dış borçların süratle büyümesine ve başka olumsuz gelişmelere sebep olmuştur<sup>130</sup>.

1950'lerde Demokrat Parti (DP) iktidarı ile birlikte yabancı sermayeye atfedilen önem artmıştır. Bu dönemde 1951 ve 1954 yıllarında yabancı sermayeyi özendirmek amacıyla kanunlar çıkarılmıştır. 1951 yılında kabul edilen 5583 Sayılı Yasa, yabancı sermaye akışını istenen düzeye taşıyamamış, bunun üzerine 1954 yılında 6224 Sayılı Yasa çıkarılmıştır. Bu yeni yasa ile daha önce getirilen sınırlamaların büyük bir kısmına son verilerek, ülkenin yabancı sermaye hukukunun geliştirilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca bu yasa, yabancı sermaye yatırımları için günümüze kadar sürecek temel hukuki belge niteliği kazanmıştır<sup>131</sup>. Yabancı sermaye yatırımları kısmen

---

<sup>127</sup> Şahin, s.75.

<sup>128</sup> Coşkun, s.152.

<sup>129</sup> Karluk, *Türkiye Ekonomisi*, s.651.

<sup>130</sup> Şahin, s.125.

<sup>131</sup> Coşkun, s.153.



gerçekleşmekle birlikte beklentileri karşılayacak düzeyde olmamıştır. 1950-60 arasında Türkiye'ye giren doğrudan yabancı sermaye toplamı 101 milyon dolardır. Aynı dönemde Türkiye'nin kullandığı resmi ve özel krediler 1 milyar 882 milyon dolara ulaşmaktadır<sup>132</sup>. Ancak bu dönemde yabancı yatırımların, rakamsal miktarı az olmasına rağmen yerli sermaye ile ortaklıklar şeklinde gerçekleşmesi çok çeşitli konularda bilgi alışverişini sağlamış ve ülkenin uluslararası piyasalara entegrasyonunu hızlandırmıştır.

Ülkemizde 60'lı yıllardan itibaren ise ithal ikameci sanayileşme stratejisine geçilmiştir. Bu dönemde Türkiye'nin aldığı doğrudan yabancı yatırımlar dünya ölçeğine göre küçük miktarlarda olmasına rağmen geçmiş dönemlere kıyasla önemli artışlar göstermeyi başarmıştır. Yabancı sermaye girişindeki bu artış, izlenen ithal ikameci sanayileşme stratejisinin sonucu olmuş; kotalar, ithal yasakları ve gümrük duvarlarının arkasındaki dış pazarlara girmekte zorlanan çok uluslu şirketler, ülke içinde genellikle montaj sanayi şeklinde üretime geçerek bu duvarları aşma yoluna gitmişlerdir<sup>133</sup>.

Kalkınma planlarının uygulandığı 60 ve 70'li yıllarda sabit sermaye yatırımlarının finansmanı için yabancı kaynaklardan faydalanılmıştır. Toplam sabit sermaye yatırımlarının Birinci Kalkınma Planı döneminde %11.3'ü, İkinci Kalkınma Planı döneminde %3.7'si, Üçüncü Kalkınma planı döneminde ise %20.8'i dış kaynaklarla finanse edilmiştir. Dış kaynaklar daha çok kamu kesimi tarafından kullanılmıştır ve bunlar: Resmi proje kredileri, özel ticari krediler ve satıcı kredileri ile özel yabancı yatırımlardır<sup>134</sup>.

#### **4.1.2. 1980 Sonrası Yabancı Sermaye Yatırımları**

1970'li yılların sonunda ödemeler dengesi sorunları nedeniyle yaşanmaya başlanan ekonomik durgunluk, döviz ihtiyacının da giderilmesi adına yeni bir sanayileşme, dışa açılma sürecinin tetikleyicisi olmuştur. Ekonomik gereksinimlerin karşılanabilmesi için gerekli olan finansal piyasalarda liberalizasyon ve derinleşmenin

---

<sup>132</sup> Şahinöz, s.327.

<sup>133</sup> Şahinöz, s.329.

\* Bahsi geçen yasalar "Yabancı Sermayeyi Teşvik" yasalarıdır.

<sup>134</sup> Şahin, s.162.

sağlanmasına yönelik olarak, 1980 yılından itibaren çeşitli yasal ve kurumsal düzenlemeler yapılmıştır<sup>135</sup>.

1980 sonrası yabancı sermayenin gelişimi, dönem hükümetinin izlediği liberal politikalarla birlikte, 1989 finansal serbestleşmenin gerçekleşmesine bağlı olarak yeni bir boyut kazanmıştır. Finansal serbestleşme ile birlikte 2000’li yıllara kadar geçen süreç ana hatlarıyla bölümlere ayrılabilir<sup>136</sup>:

- 1988-1991 Dönemi: Kısa vadeli sermaye hareketlerinin canlanması
- 1992-1993 Dönemi: Kredi değerlenmesinin başlaması ve tahvil ihraçları
- 1993-1996 Dönemi: Portföy yatırımlarında artış
- 1997-2000 Dönemi: Ticari bankaların borçlanması

Doğrudan yabancı yatırımlarla birlikte oluşturulan ortaklıklarda yabancı sermayenin payı 1980’de toplam yatırımların üçte biri seviyesinde gerçekleşmiştir. Yani yabancı özel sermaye kendisinin üç katı dolayında bir yerli sermayeyi harekete geçirmiştir. Bu durum sonrasında değişime uğramış ve 1994 verilerine göre, yabancı artı yerli ortaklıklarında yabancı sermayenin oranı %34 ten %60 dolayına yükselmiştir<sup>137</sup>.

1980 sonrasında ise IMF ve Dünya Bankası destekli politikalar sayesinde yabancı sermaye girişleri hız kazanmıştır. İhracata yönelik büyüme planlarının uygulanması dünya piyasalarına entegrasyonu da hızlandırmıştır. 1989 yılında Türkiye’nin kambiyo rejiminin liberalizasyonunda önemli bir adım olan ünlü 32 Sayılı Karar’la, yabancıların İMKB’de hisse senedi satın almalarına izin verilmiştir. Böylece, dünyanın birçok yerinde olduğu gibi Türkiye’de de portföy yatırımları ile doğrudan yatırımlar arasındaki çizgi bulanmıştır<sup>138</sup>.

<sup>135</sup> Mert Ural, “Finansal Krizler ve Türkiye”, **Dokuz Eylül İİBF Dergisi**, Cilt.18, Sayı.1 (2003), s.17.

<sup>136</sup> Ömer Veysel Çalışkan, “Türkiye’de Dış Finansman Sorunlarının Tarihsel Gelişim”, **İktisat Seçme Yazılar**, Şiir Yılmaz ve A. Hakan Çermikli (Ed.), Ankara: Hazar Reklam Matbaacılık Sanayi, 2003, ss.271-277.

<sup>137</sup> TCMB, **Yıllık Ekonomik Rapor 2008**, s.238.

<sup>138</sup> Şahinöz, s.331.

Türkiye ekonomisi 1990'lı yıllar ile beraber sermaye hareketlerine bağlı bir ülke haline gelmiştir. Sermaye hareketleriyle büyüme, sermaye hareketleri ile ödemeler bilançosu arasında sıkı bir ilişki doğmasına neden olmuştur. Sermaye hareketlerinin olumlu olduğu dönemde finansal piyasalar her şeyin yolunda gittiğini düşünürlerse dış ödemeler dengesinde fazlalık elde edilir. Bununla birlikte kötü haberler yayılmaya başladıkça sermaye hareketleri tersine dönerek, ödemeler dengesi kötüleşmeye başlar. Türkiye'de de 1990'lı yıllar boyunca bu şekilde olmuştur. Kısa vadeli sermaye hareketlerine dayanan büyüme, yatırımlara değil kısa vadeli sermayeye dayanmıştır. Sermaye girişlerinin yarattığı savurganlık, hem kamu açığının hem de cari işlemler açığının artmasına neden olmuştur<sup>139</sup>.

---

<sup>139</sup> Aslan Eren, Bora Süslü, "Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiyede Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi", **Yeni Türkiye**, Sayı.41, Yıl.7, Eylül-Ekim 2001, s.672

**Tablo 3**

**1980-2000 Yılları Arasında Yabancı Sermaye Hareketlerinin Gelişimi (Milyon Dolar)**

<b>YILLAR</b>	<b>TSH</b>	<b>D</b>	<b>PY</b>	<b>DY</b>
1980	672	18	0	654
1981	899	95	0	804
1982	280	55	0	225
1983	883	46	0	837
1984	1075	11	0	962
1985	1741	99	0	1642
1986	2124	12	146	1853
1987	1891	10	282	1503
1988	-958	35	1178	-2490
1989	780	66	1386	-1269
1990	4037	70	547	2790
1991	-2397	78	623	-3803
1992	3648	77	2411	458
1993	8903	62	3917	4364
1994	-4257	55	1158	-5974
1995	4565	77	237	3556
1996	5483	61	570	4301
1997	6969	55	1634	4781
1998	-840	57	-6711	5298
1999	4829	13	3429	1262

**Kaynak:** TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>. Değerler net olup kısaltmalar; TSH: Toplam Sermaye Hareketleri, DYY: Doğrudan Yabancı Yatırımlar, PY: Portföy Yatırımları, DY: Diğer Yatırımlar.

Burada portföy yatırımlarının piyasası olması bakımından Türk borsasının gelişiminden de bahsetmemiz gerekmektedir. Borsa bizde ilk olarak 1866 Der Saadet Tahsilat Borsası adıyla kurulmuştur. Cumhuriyetin ilanından sonraki ilk borsa 1929 yılında İstanbul Menkul Kıymetler ve Kamu Borsası adıyla kurulmuştur. 1929 krizi ve

İkinci Dünya Savaşı nedeniyle kapanmıştır. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmıştır. Bu kanuna dayanarak 1983 yılında menkul kıymetler borsasının kurulmasına ilişkin kanun hükmünde kararnameler çıkarılmıştır. 6 Aralık 1985 yılında bugünkü İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurulmuştur ve 3 Ocak 1986 yılında faaliyete başlamıştır<sup>140</sup>.

Süreç içerisinde kambiyo mevzuatının sadeleştirilmesi ve vatandaşların döviz bulundurmalarının 7 Temmuz 1984 tarihinden sonra serbest bırakılması ve dış ticaret sermaye şirketlerinin kurulmasına teşvik etmiştir<sup>141</sup>.

24 Ocak kararları yabancı sermayenin girişi ile ilgili kolaylıkları genişletmiş; faaliyet alanlarını yaygınlaştırmış ve çok daha özendirici davranmayı amaçlamıştır. Program, yabancı sermayeyi cari işlemler açığı, tasarruf yetersizliği ve teknoloji transferi sorunlarının sağlıklı çözümünü sağlayacak çok önemli bir araç olarak görmüştür<sup>142</sup>.

80'li yıllarda başlayan liberal politikalarla birlikte yabancı sermayeyi özendirmek amacıyla<sup>143</sup>:

- Yabancı sermayenin çalışma alanları olabildiğince genişletildi; özellikle tarım, madencilik ve bir dizi hizmet alt kesimlerine yabancı sermayenin girişi kolaylaştırılmış,
- Toplamı 500 milyon doları aşan garantisiz ticari borçların yabancı sermaye yatırıma dönüştürülmesine olanak tanınmış,
- Sermaye çıkışlarında serbestleştirilmeye gidilerek ve diğer önlemlerle yabancı sermayeye güven verici bir ortam yaratılmış,
- Serbest bölgeler oluşturularak yabancı sermayenin yerli sınırlamaların dışında çalışmasına olanak sağlanmıştır.

<sup>140</sup> Lale Karabıyık, "Yayınlanmamış Ders Notları", Fotokopiyle Çoğaltma, Bursa: U.Ü.İ.İ.B.F., 2006, s.8.

<sup>141</sup> Erdinç Tokgöz, **Türkiyenin İktisadi Gelişme Tarihi**, 8. baskı, Ankara: İmaj Yayınevi, 2007, s.224.

<sup>142</sup> Kepenek ve Yentürk, s.208.

<sup>143</sup> Kepenek ve Yentürk, s.366.

Bu noktada Türkiye’de liberalizasyon sürecini 1989 sermaye hareketleri serbestleştirilmesi dönemine kadar aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür<sup>144</sup>:

- 1980: Hisse senedi piyasası üzerindeki fiyat kontrolleri kaldırılmıştır.
- 1980: Faiz hadleri üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır.
- 1981: İthal ikameci dönem sona ermiştir.
- 1982: Sermaye piyasası kurulmuştur.
- 1984: Döviz kuru işlemlerine izin verilmiştir.
- 1985: Banka kanunu yürürlüğe girmiştir.
- 1986: İnterbank para kurulu açılmıştır.
- 1987: Açık piyasa işlemleri başlamıştır.
- 1988: Efektif döviz piyasası kurulmuştur.
- 1989: Altın piyasası kurulmuştur.
- 1989: Sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar kaldırmıştır.

24 Ocak 1980 Kararları ile birlikte yabancı sermaye yatırımlarını teşvik amacıyla yabancı sermaye mevzuatında değişiklikler yapılmıştır<sup>145</sup>. 1988-1989 yıllarında yaşanan stagflasyon, Türkiye’yi ekonomik ilişkilerinde daha fazla serbestleşmeye götürmüştür. TPKK’ ye bağlı olarak çıkarılan 32 nolu kanun hükmünde kararname (KHK) ve devamında gerçekleştirilen değişiklikler ile, Türkiye sermaye hareketleri açısından en serbest ülkelerden biri haline gelmiştir. Söz konusu kararname yürürlüğe girerken ithalat fonları düşürülmüştür. 32 Sayılı KHK sadece ödemeler bilançosundaki sermaye hareketlerini serbestleştirmekle kalmamış, aynı zamanda mali

---

<sup>144</sup> Fatih Mangır, “Finansal Deregülasyonun (1989–2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri”, (t.y.), [http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos\\_mak/makaleler/Fatih%20MANGIR/MANGIR,%20Fatih.pdf](http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos_mak/makaleler/Fatih%20MANGIR/MANGIR,%20Fatih.pdf) ( 18 Şubat 2010), ss.459-472.

<sup>145</sup> Şahin, s.200.

piyasaları da serbestleştirmiştir. Süreç içerisinde TL konvertibl hale getirilmiş, döviz TL'nin tam ikamesi olmuştur. Sermaye hareketlerinin ve mali piyasaların serbestleşmesi sonucu, döviz kurları artık cari işlemler açıkları veya fazlalarına bağlı olarak değişen bir unsur olmaktan çıkıp, sermaye hareketlerinin belirlediği bir fiyat haline dönüşmüştür. Kısa dönemli sermaye giriş ve çıkışlarıyla buna bağlı olarak spekülative hareketler ve faiz hadlerinin yükselmesi mali piyasalardaki dengesizlikleri arttırmıştır<sup>146</sup>.

1989 ödemeler dengesi sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamaların kaldırılarak, kambiyo rejiminin tamamıyla serbestleştirilmesidir. Böylece Türkiye ekonomisi dünya pazarlarıyla eklemlenme ve küreselleşme sürecinde yeni bir dönemeci gerçekleştirerek, 1990'lı yıllara doğrudan doğruya dışa açık bir ekonomi görünümünde girmiştir<sup>147</sup>. Finansal serbestleşme süreci, ulusal ekonomiyi doğrudan doğruya uluslararası spekülative finans-kapitalin çıkar alanına itmiş ve sıcak para akımlarına bağımlı bir yapı oluşturmuştur. Bu süreç içerisinde denetimsiz kalan uluslararası sermaye hareketleri gerek reel, gerekse finansal ekonomi açısından birer istikrarsızlık unsuru yaratarak ulusal ekonominin dengeli büyümesinin önündeki en önemli engel haline dönüşmüştür<sup>148</sup>.

Ağustos 1989'da kabul edilen 32 sayılı karar sonunda dış dünya ile Türkiye arasındaki sermaye hareketlerinin serbest bırakılması; farklı bir ifadeyle öncelikle sermaye kaçışlarını önlemeye dönük kambiyo kontrollerinin kaldırılmıştır. İlk baştaki miktar kısıtlamaları birkaç ay sonra tamamen kaldırılmış ve 1990 yılının başlarında IMF'nin ölçütlerine göre TL konvertibiliteye geçmiş olarak kabul edilmiştir. Sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı bir ortamda faiz ve döviz kuru politikaları birbirine bağlanır ve merkez bankası bu iki politikadan sadece birini uygulayabilme durumunda kalır. 1996-99 yılları arasında Merkez Bankası, döviz fiyatlarını geçmiş enflasyona bağlayarak reel döviz kuruna istikrar getirmeyi, döviz piyasalarında spekülative ve krize gebe olabilecek hareketleri önlemeyi hedeflemiştir. 2001 finansal krizi sonunda ise, döviz kuru dalgalanmaya bırakılarak sıkı para politikaları yeğlenmiştir. Ne var ki,

---

<sup>146</sup> Şahin, s.216.

<sup>147</sup> Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, ss.39-40.

<sup>148</sup> Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, s.128

sermaye hareketlerinin serbestisi altında gerçekleşen bu farklı yönelişler, faiz oranları ile beklenen döviz kuru hareketleri arasındaki marja bağlı olarak gerçekleşen sıcak para hareketlerinin finansal sistemi ve giderek Türkiye ekonomisini çalkantılara sürüklemesini önleyememiştir<sup>149</sup>.

Portföy yatırımlarının içeriği incelendiğinde; portföy yatırımı olarak Türkiye'ye giren dövizin kamu kesiminin finansmanında kullanıldığı görülmektedir. Örneğin 1993 yılında büyük bölümü uluslararası sermaye piyasalarına tahvil ihracı yoluyla gelen 3 milyar 917 milyon dolarlık net döviz girişinin 3 milyar 721 milyon doları kamu kesimi, 6 milyon doları bankacılık kesimi tarafından temin edilmiştir. Geriye kalan 190 milyon dolar yurtdışında yerleşiklerin yurt içinde ihraç edilen menkul kıymetlere yatırım yapmaları sonucudur<sup>150</sup>.

Finansal krizlerin potansiyel bir tehdit olarak ortaya çıkması ile 1994 ve 2001'de ağır, 1998-99'da ise hafif üç kriz ekonomiyi sarsmıştır. Her üç krizde belirleyici nedeni, sermaye hareketlerinden kaynaklanan bir dalgalanmanın sert bir iniş aşaması içermesidir. Sözü edilen dalgalanmanın çıkış aşaması, yüksek arbitraj beklentisi ile gelen, döviz ucuzlatıcı katkılar yaparak parasal genişlemeye ve talep artışlarına yol açan sermaye girişleriyle başlar. Giderek büyüyen cari işlem açıkları, bankalar sisteminde artan riskler ve siyaset alanıyla ilgili belirsizlikler, dış ticaret borç göstergelerinde bozulmalar sonunda finans kapital ve rantiyeye beklentileri olumsuzlaşır ve sermaye çıkışlarını tetikleyecek bir iniş aşamasının ön koşulları böylece oluşur. Önce sıcak paranın, sonrada diğer sermaye türlerinin ekonomiyi terk etmesiyle başlayan bu ikinci aşama, döviz piyasalarında ve bankalar sisteminde istenmeyen boyutta şoklar ve çöküntülere yol açtığı zaman kriz patlak vermektedir. Sermaye hareketlerinde tersine dönüşün belirtilen büyüklüklere ulaşmasından kaynaklanan bir şokun, ekonomiyi çok derin bir krize sürüklemesi kaçınılmazdır.

Türkiye somut olarak 1989 yılında aldığı 32 Sayılı Karar ile kambiyo rejimini tamamen serbestleştirmiş ve ödemeler dengesinin sermaye hareketleri kalemlerini

---

<sup>149</sup> Boratav, *Türkiye İktisat Tarihi*, ss. 180-181.

<sup>150</sup> Sadi Uzunoğlu ve Diğerleri, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri ve Türkiye**, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Yayınları No: 6, 1995, ss.125-126.



doğrudan doğruya uluslararası finans sermayesinin spekülâtif hareketlerine açmıştır. 32 Sayılı Karar'ın getirdiği yenilikler şunlardır<sup>151</sup>:

· Türkiye'de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiçbir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tabi değildirler.

· Türkiye'de yerleşik kişiler, Türkiye'de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları dövizî ülke içine getirebilirler.

· Yurtdışında yerleşik kişilerin İMKB'sinde kote edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.

· Türkiye'de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri, Merkez Bankası tarafından alım-satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin bedellerini yurt dışına transfer etmeleri serbesttir.

· Türkiye'de yerleşik kişilerin, yurtdışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir. Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurtdışına çıkarmaları serbesttir.

· Yurtdışından döviz kredisi almak serbesttir. Türkiye'de yerleşik olmayan kişilerin Türk lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri Türk lirası veya döviz olarak transfer etmeleri serbesttir.

· Türkiye'de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurtdışına Türk lirası göndermeleri serbesttir.

Finansal Küreselleşme diye de anılan ve uluslararası mal ve para piyasaları ile tam bütünleşmeyi amaçlayan bu tür serbestleşme politikalarından beklentiler kabaca üç başlık altında toplanmaktadır<sup>152</sup>:

---

<sup>151</sup> Boratav, *Türkiye İktisat Tarihi*, ss.181-183.

<sup>152</sup> Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, s.12 .

1. Yurt içi ve yurt dışı tasarruflar mali sisteme aktarılacak, dolayısıyla kredi hacmi genişleyecektir.

2. Ulusal mali piyasalarda belirlenen yurt içi faiz haddi düşecek (sermayenin maliyeti azalacak) ve uluslararası faiz oranına yakınsayacaktır.

3. Ucuzlayan sermaye maliyeti ve genişleyen kredi hacmi sayesinde sabit sermaye yatırım harcamaları artacak ve ekonominin büyüme hızı yükselecektir.

Oysa, söz konusu yıllarda (finansal serbestleştirme süreci altında) Türk ekonomisinin seyri yukarıda özetlenen neoliberal beklentilerin tam tersi sonuçlar doğurduğunu belgelemektedir. Öncelikle 1990'lar boyunca mali piyasalarda derinleşme sağlanmasına (mali tasarrufların artmasına) karşın, toplanan tasarrufların kredi hacmi genişlemesine hizmet etmediği ve üretken sektörlerle yönelik sabit sermaye yatırımlarını arttırmak yerine, finansal spekülasyon faaliyetleri arasında çarçur edildiği görülmektedir. İkinci olarak, beklentilerin tersine reel faiz oranlarında herhangi bir düşme yaşanmamış, bilakis, reel faiz yükünün giderek arttığı gözlenmiştir. Dolayısıyla, iç borç tuzağına sıkışan kamu sektörü de her sene net yeni iç borçlanmasının üstünde bir iç borç faiz harcama yükü ile karşı karşıya kalmıştır.

Türkiye sermaye hareketlerini serbestleştirdiği 1989 sonrasında döviz dengesinde yepyeni bir platoya geçmiş ve TL'nin yapısal olarak daha değerli olduğu bir patikaya yönelmiştir. Türkiye'nin 1980'ler boyunca izlediği döviz kuru reel düzeyi, 1989 sonrasında ucuzlamaya başlamış (TL reel olarak değer kazanmış) ve yapısal olarak aşırı değerli bir konumda olmuştur. Türk Lirasında 1994 ve 2001'de görülen değer kayıplarını bu şartlar altında 1980'lerin dengelerini sağlamaya yönelik düzeltici birer devalüasyon olarak nitelememiz yanlış olmayacaktır. Ancak 1980'lerin dengelerine göre biçimlenen bu iki devalüasyonun da etkileri hemen bertaraf edilmiş ve Türk mali piyasaları tekrardan aşırı değerli TL politikasına geri dönmüştür<sup>153</sup>.

Bu kararname ile Türkiye, içeride mali piyasayı, döviz piyasasını ve uluslararası sermaye hareketlerini ileri derecede serbestleştirmiştir. Serbestleşmenin dönemin hükümetinin makro politika araçlarını kullanarak ekonomiyi yönlendirmesini

<sup>153</sup> Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, ss.12-14.

zorlaştırarak 90'lı yıllardaki olumsuz ekonomik görünümü değiştiremediği görülmüştür<sup>154</sup>.

Türkiye'nin dış sermaye hareketliliği 1980 sonrasında, giderek yükselen bir artış göstermiştir. Sermaye hareketlerindeki canlanma özellikle, 1989 yılından sonra finansal serbestlik ile iyice göze çarpmaktadır. Kriz yıllarının dışında yüksek miktarlara ulaştığı görülmektedir. İncelenen dönemde inişli çıkışlı bir eğilim gösterse de doğrudan yatırımlar sürekli artı değerdedir. Ancak ulaşılan doğrudan yatırımlar miktarı çok yavaş artış göstermiş, özellikle 1990 yılından sonra kısa dönemli ve portföy sermaye girişlerine oranla çok düşük düzeylerde kalmıştır<sup>155</sup>.

1990'lı yıllarda sermaye ithalatı yolu ile mal ve hizmet ithalatını devam ettirme ve yapay refah görüntüsünü sürdürme gayreti içinde olan Türkiye, dönemde döviz faiz arbitrajı ile kısa vadeli sermayeyi ülkeye çekmeye çalışmıştır. Bunun için iç piyasada faiz oranları yükseltilerek dış kaynak kullanımı cazip hale getirilmiş ve yurt dışından bono satışı ile düşük faizden borç alınan döviz iç piyasada TL likiditesini kontrol için kullanılmıştır<sup>156</sup>. Bu yıllarda ekonomik ve siyasal istikrarsızlığın kronikleşmesi, yabancı sermaye girişini düşürdüğü gibi, Türkiye'den sermaye ihracını özendirmiştir. 2000-2001'de Bulgaristan'a giden Türk sermayesi buna örnektir<sup>157</sup>.

DYY'lerde 1980'lerden itibaren gözlenen belirgin artış eğilimi 1990'larda hız kesmiş ve durağanlaşmıştır. 1980'li yıllarda yabancı sermayenin tercih ettiği alanlarda meydana gelen değişim, 1990'larda tersine dönmemiştir. İzlenen yabancı sermaye politikası; yabancı sermayenin teknoloji getirmesi ve ülke ekonomisine uyarlama, teknik eğitim, AR-GE'ye yönelme, yerli sanayiyle ileri ve geri bağlantılar kurma, dış pazarlarla bağlantılar oluşturma gibi yararlarını pek içermemektedir. Dolayısıyla, 1990'larda DYY'ler daha çok düşük işçi ücretleri coğrafi yakınlık gibi avantajlardan yararlanmayı gözetmekte, kısa vadeli kar beklentilerini ön planda tutmaktadırlar. 1994 krizi sonrası gerçekleşen yabancı yatırımların büyük bir bölümü yenileme, genişleme ve sermaye artırımı biçiminde gerçekleşmiştir. DYY'lerin 90'lı yıllarda Türkiye'ye

---

<sup>154</sup> Şahin, ss.222-223.

<sup>155</sup> Kepenek ve Yentürk, ss.338-339.

<sup>156</sup> Şahin, s.223.

<sup>157</sup> Şahinöz, s.354.

çekilememesinin nedenlerinden biri de yüksek enflasyon ve ekonomik istikrarsızlıktır. 90'lı yıllardaki ekonomik ortam uzun vadeli yatırım planlamasının koşullarını ortadan kaldırmaktadır. Çok yüksek reel faizler ve ulusal paraların aşırı değerlenmesi, başka ülkelerde olduğu gibi iç tasarrufların yurtdışına kaçmasına ve bunların bir bölümünün daha sonra tekrar ülkeye dönmesine neden olmaktadır. Yabancı yatırımcının, vergi indirimleri gibi araçlarla özendirilmesi, kronik istikrarsızlık ve çarpıklıkların egemen olduğu bir ortamda fazla etkili olması beklenemez. Çünkü yabancı yatırımcı, yatırımı gerçekleştireceği ülkeyi seçerken, önceliği projenin karlılığını sağlayacak koşullara dayandırır<sup>158</sup>.

1990'lı yılların ilk yarısında ülkede var olan terör ortamı ve bölgesel kargaşa ile birlikte kronikleşen siyasal istikrarsızlık ve belirsizlikler, yabancı sermayeyi caydıran bir başka etkeni oluşturmuşlardır. Dönemde yabancı sermayeyi caydıran bir etken olan Tahkim Sorunu üzerinde durulmuştur. Sorun, yap-işlet-devret modeli çerçevesinde gerçekleşen yatırımlarla ilgilidir.

2000'li yıllara gelindiğinde doğrudan yatırımların yapısında değişme yaşanmış, toplam yatırımlarda hizmet sektörünün payı artmış, birleşme ve satın almalar yatırımların esas formatını oluşturmuştur. Toplam doğrudan yatırımlar içerisinde hizmet sektörünün payı %67'ye yükselirken, imalat sanayine yapılan yatırımların payı %24, birincil malları üreten hammadde sektörüne yönelen yabancı yatırım %9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yatırımların bir başka özelliği, AR-GE harcamalarının uluslararasılaşmasıdır. Doğrudan yatırım akışıyla ilgili bir başka önemli yapısal değişim özel sermaye şirketlerinin ya da bazı hedge fonlar gibi finansal kuruluşların gerçekleştirdiği şirket alımlarıdır<sup>159</sup>.

#### **4.1.3 Yabancı Sermaye Yatırımlarının 2000 Yılı Sonrası Gelişimi**

Türkiye ancak son dönemlerde yabancı sermayenin önemini farkına varabilmiştir. Daha doğrusu gündemden düşmemesine rağmen yabancı sermaye konusunda yapıcı çözümleri bir türlü üretememiştir. Daha önceki dönemlerde de bu

<sup>158</sup> Tezer Öçal ve Diğerleri, **Türkiye Ekonomisi**, Ankara: Savaş Yayınevi, 2004, s.268-273.

<sup>159</sup> Erhan Aslanoğlu, "Türkiye'nin Yabancı Sermaye Çekmede Etkinlik Arayışları", İbrahim Öztürk (Ed.), **Türkiye'nin Küreselleşmesi, Fırsatlar ve Tehditler** içinde (85-104), İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2008, ss.85-86.

konularda çalışmalar yapmış olmasına rağmen, çalışmalarını kendine rakip ülkelerinkiler yanında düşük düzeyde kalmıştır. Bu konuda, yaşadığı 2000 ve 2001 krizlerine rağmen son 7 yıldır başarı gösterebilmiştir. Bugün doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve krediler açısından Türkiye oldukça cazip bir ülkedir. Kredi ve borçların ödenmeme riski oldukça düşük düzeydedir ve borsa da cazip bir getiri aracı halindedir.

2000 yılından itibaren yabancı sermaye yatırımlarında dalgalı bir seyir gözlemlenmektedir. 2000 yılında gerçekleşen 9 milyar dolarlık toplam sermaye hareketinden sonra, 2001 yılında krizin de etkisiyle yabancı sermaye yatırımlarında 14 milyar dolarlık bir düşüş gerçekleşmiştir. Bu düşüşün ana sebebi, krizle birlikte ülkeyi terk eden sıcak para olmuştur. 2001 yılında portföy yatırımlarında 4,5 milyar dolarlık, diğer yatırımlar kalemlerinde ise 2,6 milyar dolarlık çıkış yaşanmıştır.

**Tablo 4**

**2000-2009 Yılları Arasında Yabancı Sermaye Hareketlerinin Gelişimi (Milyon Dolar)**

Yıllar	TSH	DYY	PY	DY
2000	9584	112	1022	8450
2001	-14557	2855	-4515	-12897
2002	1172	939	-593	896
2003	7192	1252	2465	3475
2004	17702	2005	8023	7674
2005	42660	8967	13437	20256
2006	42689	19211	7373	16105
2007	48707	19941	717	28049
2008	33547	15720	-5046	22873
2009	6226	6080	196	-50

**Kaynak:** TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>. Değerler net olup kısaltmalar; TSH: Toplam Sermaye Hareketleri, DYY: Doğrudan Yabancı Yatırımlar, PY: Portföy Yatırımları, DY: Diğer Yatırımlar.

Krizin ardından Türkiye’de 2002 yılından itibaren mali disiplinle desteklenen para politikasının yanı sıra, siyasi belirsizliklerin azalması, Avrupa Birliği’ne tam üyelik müzakere sürecinin başlaması ve bu süreçte Avrupa Birliği standartlarına yakınsamaya yönelik yapısal düzenlemelerin hızla gerçekleştirilmesi gibi olumlu ekonomik ve siyasi etmenler, Türkiye ekonomisiyle ilgili beklentileri iyimser hale getirerek ekonomimize duyulan güveni artırmıştır. Artan güven ortamı ise Türkiye’ye sermaye girişlerini hızlandırmıştır<sup>160</sup>. Toplam net sermaye hareketleri 2003 yılında 7 milyar dolar iken, 2004 yılında 17, 2005 ve 2006 yıllarında 42, 2007 yılında ise 48 milyar dolara yükselmiştir. Bu dönemde küresel piyasaların pozitif etkisiyle birlikte yabancı sermaye girişinde yüksek oranlı artışlar yaşanmıştır.

Finans hesabındaki bu olumlu trend 2008 yılının Eylül ayından itibaren küresel belirsizlikler nedeniyle tersine dönmüş ve 2008 yılı genelinde toplam net sermaye girişi 2007 yılına göre bir miktar gerileyerek 33,5 milyar dolar düzeyinde kalmıştır. Düşüş eğilimi 2009 yılında hızlanarak devam etmiş ve toplam net sermaye girişi 6,2 milyar dolara kadar düşmüştür. Benzer şekilde 2007 yılında 22 milyar dolar gibi tarihi seviyeye ulaşan doğrudan yabancı yatırımlar 2008 yılında 15,7 milyar dolara, 2009 yılında da devam eden düşüş eğilimiyle 6 milyar dolara gerilemiştir. Küresel krizin sermaye akımları üzerindeki olumsuz etkisi 2009 yılında daha da artmış olduğu tablo 4’deki verilerde açıkça anlaşılmaktadır.

Finans hesaplarındaki bu değişimler, Türkiye’ye yönelik sermaye hareketlerinin, doğrudan yatırımlar ve uzun vadeli sermaye lehine geliştiğini, finansman içindeki kısa vadeli sermaye girişlerinin payının ise azaldığını göstermektedir. 2007 yılı ve sonrasında, istikrar ortamının ve Avrupa Birliği ile entegrasyon sürecinin devamı ile yapısal reformların etkin olarak uygulanması doğrudan yabancı sermaye girişlerini desteklemesi açısından önem taşımaktadır. Ayrıca, Merkez Bankasının döviz rezervlerinin bulunduğu yüksek seviye, dalgalı döviz kuru rejiminin uygulanması ve bankacılık sisteminin geçmiştekine nazaran daha sağlam bir yapıda olması, olası bir

---

<sup>160</sup> Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor 2007**, s.104.

sermaye çıkışının cari işlemler açığının finansmanı konusunda yaratacağı riskleri sınırlandıran unsurlar arasında yer almaktadır<sup>161</sup>.

2002–2007 yılları dünya ekonomisinde likiditenin ve sermaye hareketlerinin yüksek olduğu bir dönem olmuştur. Bu dönemde, ekonominin performansı, yatırım ortamının iyileştirilmesine yönelik politikalar ve Avrupa Birliği standartlarına yakınsamaya yönelik yapısal düzenlemelerin hızla gerçekleştirilmesi gibi olumlu etmenler, Türkiye ekonomisiyle ilgili beklentileri iyimser hale getirmiştir. Böylece Türkiye'ye yönelik sermaye girişleri hızlanmıştır. 2007 yılında doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklinde yüksek miktardaki sermaye girişleri sonucunda, finans hesapları 36,6 milyar dolar fazla vermiştir. 2008 yılında dünya ekonomisinde yaşanmaya başlayan ekonomik durgunluk, kendini 2009 yılında hissettirmiş ve finans hesapları Ocak-Ağustos döneminde, bir önceki yılın aynı dönemine göre büyük oranda düşmüştür.

#### **4.1.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar**

Son yıllarda Türkiye'ye doğrudan yabancı sermaye girişlerinde ve portföy yatırımlarında büyük artışlar olmuştur. Bunda ekonomik reformların, siyasal istikrarın ve Avrupa Birliği sürecindeki olumlu havanın katkısı büyüktür. Türkiye en sonunda yabancı yatırımcıdan beklediği ilgiyi görmeye başlamış gibi görünmektedir. Ülkemizin sermaye açığı, dolayısıyla kalkınmaya olan ihtiyacı giderilebilecek gibi görünmektedir. Son iki yılda ülkemize de ciddi bir doğrudan yabancı sermaye girişi olduğunu, ancak içerik analizi yaptığımızda, ödemeler dengesine katkı yapan bu girişlerin, ülke kalkınmasına katkısının çok fazla olmadığını görülmektedir. Bunun sebebi ise, bu girişlerin hemen tamamının, birleşme ve satın-alma yatırımları biçiminde olmasıdır. 2005 yılında doğrudan yabancı sermaye girişi 9.681 milyon dolar olarak gerçekleşmiş, bunun yaklaşık 3.970 milyon doları finans, 3.350 milyon dolarlık kısmı ise iletişim-telekomünikasyon kesimindeki satın almalarından kaynaklanmıştır. 1.841 milyon dolarlık bir kısım ise, gayrimenkul alanında yapılan satın almalarından gelmiştir. Bahsettiğimiz 9.681 milyon dolar tutarındaki girişin içinde yaklaşık 1,5 milyar dolarda, özelleştirmelerden elde edilen ve bu dönemde gerçekleşen giriştir. Özelleştirme yoluyla

---

<sup>161</sup> Maliye Bakanlığı, ss.103-109.

elde edilmesi beklenen gelirlerin önemli kısmı ise 2006 ve sonrasında gerçekleşmiştir<sup>162</sup>. 2005 ve sonrası yıllarda yabancı sermaye yatırımlarına baktığımızda bunun önemli bir kısmının özelleştirmeler ve şirket evlilikleri şeklinde olduğunu görmekteyiz. Bu sayede ülkeye önemli miktarda döviz girişi sağlanmış ve 2007 yılı itibarıyla 20 milyar dolarlık doğrudan yabancı sermaye eşiği aşılmıştır. 2008 yılında doğrudan yabancı yatırımların bir miktar düşmekle birlikte 15 milyar dolarla oldukça yüksek bir seviyede gerçekleştiği görülmüştür. Ancak bu durumun daha ne kadar sürdürülebileceği ve direkt yatırım aşamasına geçimin alacağı süre ise belirsizdir. Bununla birlikte özelleştirmeler yabancı sermaye sürecinin temel taşıdır. Gelişmekte olan ülkelerin stratejileri de bu yöndedir ve büyük sermayeye güven vermesi açısından önemlidir. Ayrıca yatırımlar bu şekilde gerçekleşmiş olsa dahi önemli olan paranın içeriye giriş şekli değil elde ettiğiniz kaynağı kullanım biçiminizdir.

Doğrudan yabancı yatırım olarak gerçekleştirilen yıllık fiili sermaye girişleri, 1990–99 döneminde en düşük 817 milyon, en yüksek 1 milyar 242 milyon düzeyinde gerçekleşmiştir. İzin verilen yabancı sermaye ile fiili girişlerin farklı olması çeşitli nedenlerden kaynaklanmaktadır. Bunlardan biri yatırım izni alan yabancı şirketlerin, şirket kurulurken sermayenin küçük bir bölümünü getirip, kalan kısmını zamana yaymalarıdır. Yabancı ortağın, birikmiş karların sermayeye katılmasını istemesi durumunda, hiç yabancı sermaye girişi olmayabilecektir<sup>163</sup>.

---

<sup>162</sup> İ. Hüseyin Yıldız, “Yabancı Sermaye Girişi ve Büyümeye Katkısı”, **Akşam**, (t.y.), [www.aksam.com.tr/yazar/prn.aspx=46321,10,28](http://www.aksam.com.tr/yazar/prn.aspx=46321,10,28) ( 10 Şubat 2008 ).

<sup>163</sup> Öçal, ss.268-269.



**Tablo 5****Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Fiili Girişler (Milyon Dolar)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>UDY (Net)</b>	<b>3.352</b>	<b>1.137</b>	<b>1.752</b>	<b>2.786</b>	<b>10.026</b>	<b>19.912</b>	<b>21.957</b>	<b>18.269</b>	<b>7.886</b>
<b>UDS</b>	<b>3.352</b>	<b>1.137</b>	<b>754</b>	<b>1.443</b>	<b>8.195</b>	<b>16.990</b>	<b>19.005</b>	<b>15.332</b>	<b>6.066</b>
<b>Sermaye (Net)</b>	<b>3.352</b>	<b>617</b>	<b>737</b>	<b>1.092</b>	<b>8.134</b>	<b>16.982</b>	<b>18.504</b>	<b>14.698</b>	<b>5.919</b>
Giriş	3.374	622	745	1.190	8.535	17.639	19.247	14.733	6.001
Çıkış	-22	-5	-8	-98	-401	-657	-743	-35	-82
<b>Diğer Sermaye</b>	<b>--</b>	<b>520</b>	<b>17</b>	<b>351</b>	<b>51</b>	<b>8</b>	<b>501</b>	<b>634</b>	<b>147</b>
<b>Gayrimenkul (Net)</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>998</b>	<b>1.343</b>	<b>1.841</b>	<b>2.922</b>	<b>2.952</b>	<b>2.937</b>	<b>1.820</b>

**Kaynak:** TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>. UDY: Uluslararası Doğrudan Yatırımlar. UDS: Uluslararası Doğrudan Sermaye.

2009 yılına kadar kuruluş türlerine göre yabancı sermayeli firmalar aşağıdaki tabloda izlenebilir. 2003 yılı sonrası yeni kurulan şirket sayısında önceki yıllara oranla bir artış gözlenmektedir. Bu durumun sebeplerinden biri 2003 yılındaki yabancı sermaye hakkındaki yasal düzenlemeler olarak görülmektedir. Bu düzenleme yeni şirket kuruluşu önündeki bürokratik işlemleri azaltmak üzere gerçekleştirilmiştir.

**Tablo 6****Kuruluş Türlerine Göre Yabancı Sermayeli Firmalar**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Yeni	319	334	360	875	1596	2191	2571	2991	1491	2338
İştirak	111	120	116	200	466	501	653	651	350	585
Şube	17	30	22	33	63	58	651	60	35	64
<b>Toplam</b>	<b>447</b>	<b>484</b>	<b>498</b>	<b>1108</b>	<b>2120</b>	<b>2750</b>	<b>3288</b>	<b>3702</b>	<b>1876</b>	<b>2985</b>

**Kaynak:** [http://www.hazine.gov.tr/sta/tyabserdyy/vb\\_agustos](http://www.hazine.gov.tr/sta/tyabserdyy/vb_agustos).

1954-1999 döneminde 3517 yeni şirket kurulmuş olmasına rağmen 2000-2009 döneminde 15066 yeni şirket kurulmuştur. İştirakler kaleminde de kümülatif toplamda benzer bir artış oranına ulaşıldığı görülmekte, bununla birlikte yeni şube açılışlarında kısmen bir iyileşme yaşandığı anlaşılmaktadır. Yeni şubelerin en fazla açıldığı yıl olarak, 661 yeni şube ile 2006 yılı dikkat çekmektedir.

Tablo 7’de Türkiye’ye yapılan yabancı sermaye yatırımları ülke dağılımına göre incelendiğinde, yatırımların büyük bir kısmının Avrupa menşeli yatırımlar olduğu görülmektedir. Ortalama olarak Avrupa Birliği (AB) kökenli ülkelerin toplam yatırımlar içindeki payının %72 olduğu anlaşılmaktadır. Bunun dışında ABD ve Körfez ülkelerinin (özellikle Birleşik Arap Emirlikleri) yabancı yatırımları da önemli bir yer tutmaktadır. AB ülkeleri arasında yatırımların en fazla hangi ülkelere geldiğine bakıldığında ise ilk sırada Hollanda’nın yer aldığı görülmektedir. Hollanda’nın en yatırımcı ülke olmasının gerisinde uluslararası yatırımcıların Hollanda’yı vergi avantajları nedeniyle tercih etmesi yatmaktadır, oysaki yatırımlar başka ülkelere olsa bile ülkemizdeki yatırımlar Hollandalı gözükmektedir. Ülkemize Hollanda kaynaklı gelen yabancı yatırımlara baktığımızda milliyetini farklı bildiğimiz çok bildik kurumlar göze çarpmaktadır. Örneğin Vodafone’un Telsim anlaşması dolayısıyla yaptığı ödemeler Hollanda üzerinden olduğundan uluslararası doğrudan yatırım istatistiklerinde bu satın alma Hollanda yatırımı olarak görünmektedir. Bu arada Royal Dutch-Shell, Unilever, TNT, ABN Amro, ING, Rabobank, TBIH, Eureka gibi gerçek Hollanda yatırımları da ülkemizde mevcuttur.

**Tablo 7**  
**Doğrudan Yabancı Yatırımların Ülkelere Göre Dağılımı**

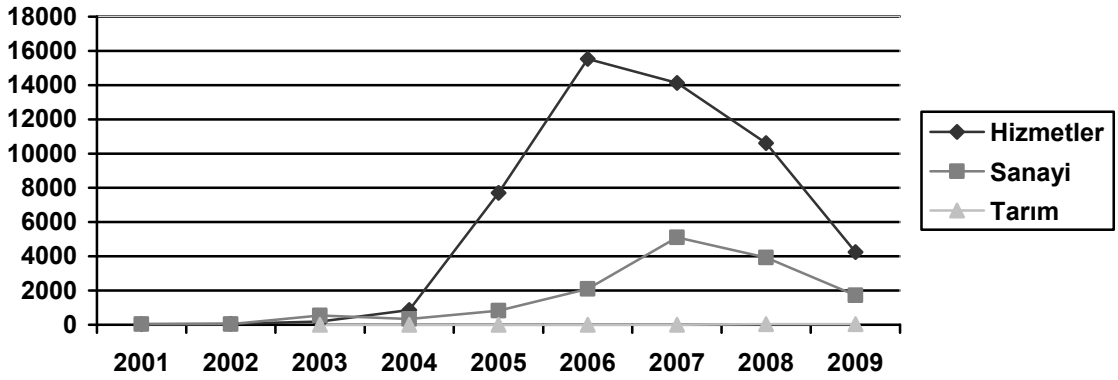
	2005	2006	2007	2008	2009
<b>AB Ülkeleri</b>	<b>5.006</b>	<b>14.489</b>	<b>12.601</b>	<b>11.051</b>	<b>4.737</b>
Almanya	391	357	954	1.211	485
Fransa	2.107	439	367	679	617
Hollanda	383	5.069	5.442	1.343	851
İngiltere	166	628	703	1.336	346
İtalya	692	189	74	249	284
Diğer AB Ülkeleri	1.267	7.807	5.061	6.233	2.154
<b>Diğer Avrupa Ülkeleri (AB Hariç)</b>	<b>1.646</b>	<b>85</b>	<b>373</b>	<b>291</b>	<b>308</b>
<b>Afrika Ülkeleri</b>	<b>3</b>	<b>21</b>	<b>5</b>	<b>82</b>	<b>1</b>
<b>A.B.D.</b>	<b>88</b>	<b>848</b>	<b>4.212</b>	<b>863</b>	<b>253</b>
<b>Kanada</b>	<b>26</b>	<b>121</b>	<b>11</b>	<b>23</b>	<b>52</b>
<b>Orta -Güney Amerika ve Karayipler</b>	<b>8</b>	<b>33</b>	<b>494</b>	<b>60</b>	<b>19</b>
<b>Asya</b>	<b>1.756</b>	<b>1.927</b>	<b>1.405</b>	<b>2.361</b>	<b>619</b>
Yakın ve Orta Doğu Ülkeleri	1.678	1.910	608	2.199	306
Körfez Ülkeleri	1.675	1.783	311	1.978	167
Diğer Yakın ve Ortadoğu Ülkeleri	2	3	196	96	78
Diğer Asya Ülkeleri	78	17	797	162	313
<b>Diğer Ülkeler</b>	<b>2</b>	<b>115</b>	<b>36</b>	<b>2</b>	<b>12</b>
<b>Toplam</b>	<b>8.535</b>	<b>17.639</b>	<b>19.137</b>	<b>14.733</b>	<b>6.001</b>

Kaynak : HAZİNE, <http://www.hazine.gov.tr>.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımların son yıllardaki olumlu gelişimine sebep olan temel nedenlerin arasında gerçekleştirilen yapısal reformlar, ekonomik gelişim ve siyasal istikrarın yatırımcılara verdiği güven, AB yolunda ilerleyen bir Türkiye'nin büyüme potansiyeli ve yabancı sermaye yatırımlarına özgü yasal düzenlemeler sayılabilir. Bu konuda 2003 yılında çıkartılan 4875 no'lu yabancı sermaye kanunu örnek gösterilebilir.

Sektörel bazda ise hizmetler sektörünün doğrudan yabancı yatırımlar içerisindeki payının yüksek olduğu gözlemlenmektedir. 2007 yılında hizmetler sektörü 14,135 milyar dolarlık yatırım çekerken, sanayi kesimi 5,107 milyar dolarlık, tarım

sektörü ise ancak 5 milyon dolarlık yatırım çekebilmiştir. Dış ekonomik konjonktürün etkisiyle yabancı sermaye yatırımlarındaki gerileme sektörel bazda da kendini göstermiş, trend düşme eğilimine girmiştir. Doğrudan yabancı yatırımların, daha çok hizmetler sektöründe gerçekleştirildiği anlaşılmaktadır. Ancak bu durum Türkiye'ye özgü değildir, küresel boyutta incelendiğinde yabancı sermaye yatırımlarının genel itibarıyla (%70-80 aralığı) hizmetler sektörüne yönelik olduğu görülmektedir. Türkiye'de özellikle son yıllarda finans ve telekomünikasyon alanında büyük miktarlarda doğrudan yatırım girişi sağlanmıştır. Takip eden grafikte yatırımların sektörel kıyaslamasını yapmak mümkündür.



**Grafik 1:** Doğrudan Yabancı Yatırımların Sektörel Dağılımı

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, [www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr)

Yabancı sermaye yatırımlarının illere göre dağılımında ise büyük şehirlerin ağırlığı ön plana çıkmaktadır. Özellikle İstanbul, Ankara, İzmir gibi büyük şehirlerin yatırımlardan aldığı pay yüksektir. Yabancı sermayeli şirket sayılarının 1954-2010 yılları arasındaki kümülatif toplamına baktığımızda, ilk 5 şehir verileriyle birlikte şu şekildedir: İstanbul 13422, Antalya 3052, Ankara 1663, İzmir 1462, Muğla 1361. İstanbul'un doğrudan yabancı yatırımlardan aldığı pay hem şirket sayısı hem de rakamsal değer olarak oldukça yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir. Örneğin 2006 yılı

için sadece İstanbul yatırımların %94 ünü almıştır<sup>164</sup>. Elbette burada İstanbul'un finans ve ticaret merkezi olmasının rolü büyüktür.

Ülkeye yabancı sermaye girişlerinin bir kısmını da özelleştirmeler oluşturmaktadır. Türkiye son yıllarda yabancı sermaye girişlerini hızlandırabilmek adına özelleştirmelere hız vermiştir. Bu doğrultuda 2005 ve 2006 yıllarında 8 milyar dolarlık özelleştirme gerçekleştirilmiş, 2007 yılında ise bu rakam 4 milyar doların biraz üzerinde seyretmiştir. Ancak bu özelleştirilen kurumların büyük çoğunluğu yerli yatırımcıların eline geçmiştir. 2005 yılında yabancı yatırımcılar özelleştirmelere 1,5 milyar dolarlık ilgi göstermiş, 2006 yılı için ise 1,768 milyar dolarlık yatırımda bulunmuşlardır. Bununla birlikte aynı dönemde özel sektör kuruluşlarına yabancı yatırımcıların ilgisi büyük olmuş ve yatırımlar bu yönde şekillenmiştir.

Türkiye son 10 yılda doğrudan yabancı sermaye yatırımları konusunda kayda değer bir ilerleme kaydetmiştir. Fakat bu büyük pastadan hak ettiği payı hala alamamaktadır. Globalleşme sonucunda dünyada açılan sınırların yabancı sermayenin önündeki seçenekleri arttırdığını yabancı yatırımları çekmenin zorlaştığı görülmektedir<sup>165</sup>. Türkiye'nin yabancı sermayeyi çekebilmesi için iyi bir yabancı sermaye stratejisine, eğitime yatırım yapmasına, ekonomik istikrara, bürokratik işlemleri azaltmasına ihtiyaç vardır.

Bu dönemde gerçekleştirilen kamu özelleştirmelerinin yanı sıra, süreç içinde çeşitli Türk sermayeli özel banka, yabancı sermayeye pay veya blok satış yoluyla aktarılmıştır. Bunlardan Akbank'ın %20'lik payı Citigroup'a, Finasbank'ın %46'sı Yunan bankasına devredilirken; Zorlu Holding Denizbank'ın %75'ini 2.4 milyar dolara Dexia'a satmıştır.

#### **4.1.3.2. Portföy Yatırımları ve Diğer Yatırımlar**

2008-2009 yıllarında küresel piyasaların tetikleme ile gerçekleşen kriz ortamında kısa vadeli yatırımlarda ülkeden çıkış yaşandığı görülmektedir. Kriz sürecini tetikleyen dinamikler, daha önce yaşanan 1994 ve 2001 krizlerinde olduğu gibi

<sup>164</sup> HAZİNE, *Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2006*, s.17.

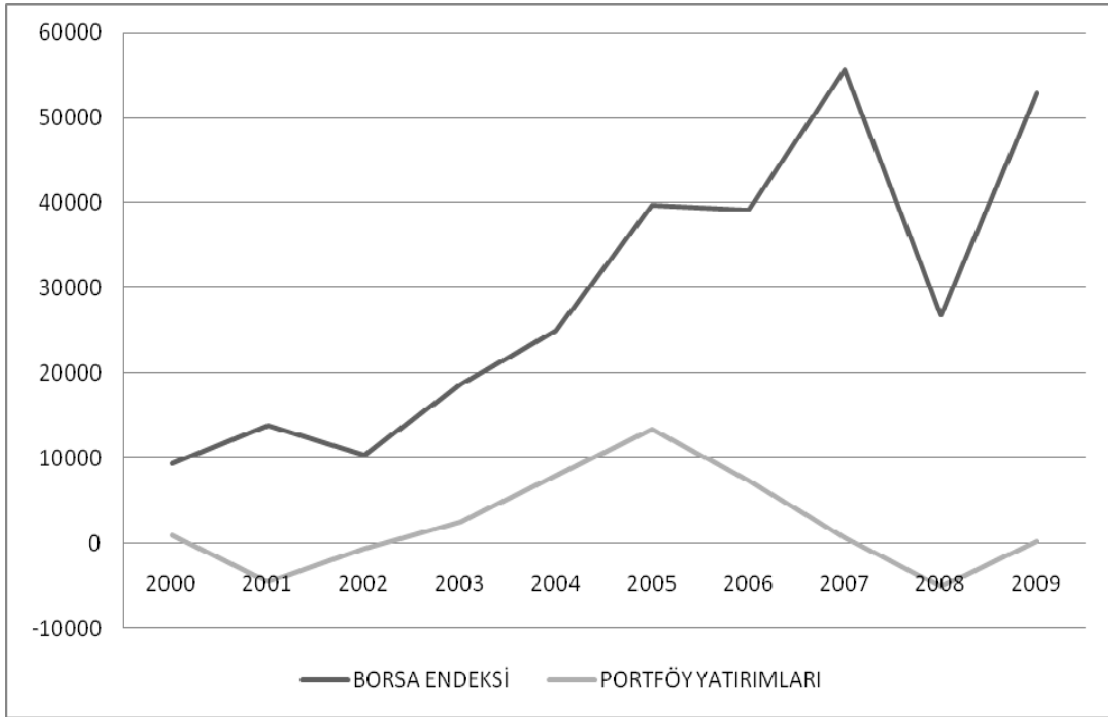
<sup>165</sup> Şahinöz, s.340.

uluslararası sermaye hareketlerinin, “net çıkış”a yönelmesi olarak ortaya çıkmıştır. Yabancı sıcak para kaçışları ve net dış borç (anapara) ödemeleri, iki önemli çıkış kanalını oluşturmuştur. Yabancı spekülâtorlerin TL’den kaçışlarının, özellikle 2001 krizinde büyük boyut kazandığı anlaşılmaktadır. Diğer iki krizde net dış borç ödenmesinden kaynaklanan sermaye çıkışı, sıcak para çıkışlarını aşmıştır. 2008-2009 krizi bu bakımdan ön plandadır: Kriz öncesindeki on üç ayda, 51.4 milyar dolarlık net dış borçlanmaya giden Türkiye, krizli aylarda 22.2 milyar dolarlık anapara ödemesi gerçekleştirmiş; dış borç stokunu bu boyutlarda azaltmıştır<sup>166</sup>.

Diğer yatırımlar ve portföy yatırımlarını belirleyen ana unsur faizlerdir. Kamu ve özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi gibi menkul kıymetlerine yapılan yatırımlarda da artış gözlenmektedir. Türkiye sıcak para olarak adlandırdığımız bu çeşit sermayenin sakıncalarını 2001 krizinde görmüştür. Krizle birlikte ülkeyi terk eden yatırımlar ekonomideki bunalımı körüklemiştir. Daha sonraları ise reel faiz oranları arttırılmak zorunda kalmıştır. 2006’nın Mayıs ayında olan mini krizle de aynı acı tecrübe tekrar yaşanmış ve Türkiye reel faizlerini %12-13'lere çekmek zorunda kalmıştır. Dış borçlanmada bu dönemde oldukça yüksek miktarlara ulaşan özel sektör borçlanması ise kaynağı olmadan borçlanma yüzünden sakınca arz etmektedir. Son dönemlerde merkez bankası dövizle işlem yapmayan özel sektör kuruluşlarının, dövizle borçlanmamaları konusunda uyarılarını yapmaktadır.

---

<sup>166</sup> Korkut Boratav, “Üç Krizde Dış Kaynak Hareketleri”, (t.y.)  
[http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar\\_Uye/BoratavMayis10.pdf](http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_Uye/BoratavMayis10.pdf) ( 10 Mayıs 2010), s.3.



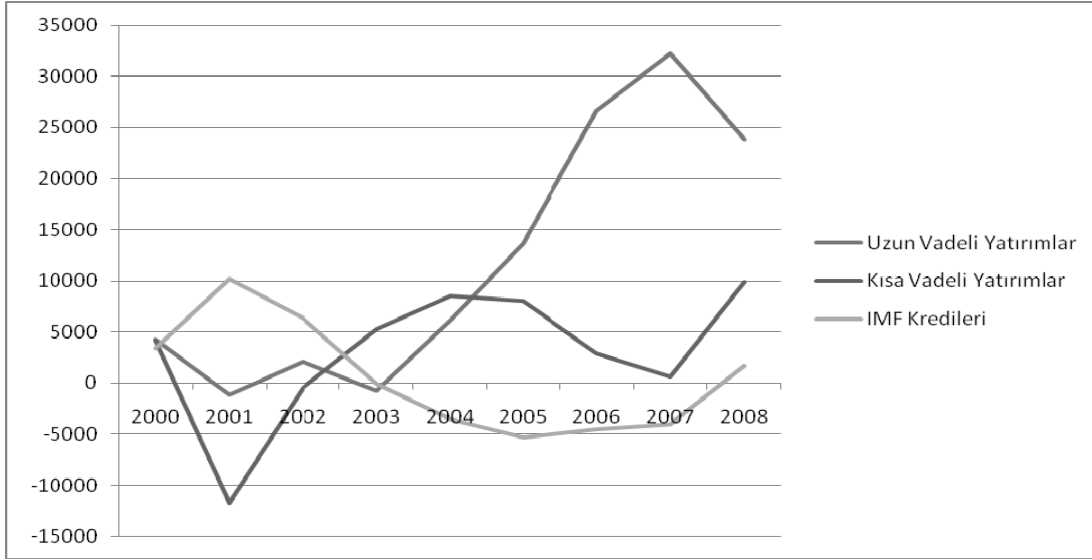
**Grafik 2:** 2000’li Yıllarda Borsa Endeksi ve Portföy Yatırımlarının Gelişimi

**Kaynak:** TCMB verilerinden hareketle oluşturulmuştur, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>.

Grafik 2’de portföy yatırımları ile borsa endeksi arasındaki ilişkinin varlığını göstermektedir. Dönem içerisinde portföy yatırımları 2001 ve 2008 krizlerinde eksi değerlerde gerçekleşmiş, borsa endeksi de 2001 yılı hariç benzer bir trendi izlemiştir. 2001 krizinde portföy yatırımlarında düşmüş olmasına rağmen borsa endeksi yükselmiş, devam eden yıllarda ise her iki değişken benzer bir trendi takip etmiştir. Portföy yatırımları 2005 yılından itibaren düşüşe geçmesine rağmen, borsa endeksi 2007 yılına kadar yükselme trendini sürdürmüştü ve 50 bin değerinin üzerine çıkmıştır. 2008 yılındaki krizle birlikte ise, hem borsa endeksi hem de portföy yatırımlarında düşüş başlamış, bu düşüş 2009 yılında toparlanma sürecine girmiştir.

Portföy yatırımlarında 2006 yılında uluslararası piyasalardaki çalkantı nedeniyle başlayan düşme trendi devam etmektedir. 2007 yılının ikinci yarısında başlayan ve şiddeti giderek artan küresel kriz gelişmekte olan piyasalardan çıkış yönlü bir hareketin başlamasına neden olmuştur. Türkiye’de finansal piyasalardaki bu

olumsuz gelişme nedeniyle portföy yatırımı olarak 2008 yılında 5 milyar dolar net sermaye çıkışı yaşanmıştır. 2009 yılında ise 196 milyon dolarlık portföy yatırımı girişi sağlanmıştır.



**Grafik 3 :** Uzun ve Kısa Vadeli Yatırımlar ile IMF Kredilerinin 2000 Yılı Sonrası Gelişimi

**Kaynak:** TCMB verilerinden hareketle oluşturulmuştur, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>.

Diğer yatırımların alt kalemleri kullanım türleri ve sürelerine göre gruplandırıldıklarında, uzun ve kısa vadeli yatırımlar ile IMF kredilerinden oluştuğu görülmektedir. Cari açığın finansmanında borç yaratan sermaye girişlerinin etkisi görülmektedir. Tablo incelendiğinde sermaye girişlerinin doğrudan yatırım ve hisse senedine yönelik portföy yatırımlarından çok, borç senetleri ve diğer sermaye girişinden kaynaklandığı anlaşılmaktadır. Diğer sermaye girişlerinde ise 2003 yılına kadar IMF kredilerinin büyük pay sahibi olduğu, bu yıldan sonra ise uzun vadeli kredilerin ağırlık kazandığı görülmektedir<sup>167</sup>.

<sup>167</sup> Kepenek ve Yentürk, ss.339-342.



## 4.2. TÜRKİYE’DE CARİ İŞLEMLER HESABI AÇIKLARI

Türkiye’nin cari işlemler hesabına ilişkin iki yapısal sorunu bulunmaktadır. Bunların birincisi, üretim yapısına ilişkindir: Türkiye ekonomisinin hızla büyüdüğü dönemlerde ithalat ve dolayısıyla cari işlemler açığı da hızla artmaktadır. İkincisi ise 2002’den itibaren dışsal şokların yaşanmadığı dönemlerde gözlenmeye başlanmıştır. Paradoksal olarak Türkiye ekonomisinde makro ekonomik istikrarın kalıcı hale gelmesi ve Avrupa Birliği sürecinin yolunda gitmesiyle ileride daha da belirginleşecektir. Bir yandan yerleşiklerin döviz cinsi mali varlıklara olan taleplerini azaltmaları ve yerli paraya dönmeleri, diğer yandan Türkiye’nin giderek daha fazla ve daha uzun vadeli yabancı sermaye çekecek olması nedenlerine bağlı olarak döviz arzı ile döviz talebi arasındaki farkın artması bu sorunu yaratmaktadır. Artan döviz arz fazlasına bağlı olarak, olumsuz dışsal şokların yokluğunda lira değerlenme baskısı altında olacak ve cari işlemler hesabı da yüksek düzeylerde açık verebilecektir. Dikkat edilirse her iki sorun da uygulanan para ve kur politikalarından büyük ölçüde bağımsız bir biçimde oluşmaktadırlar. Şüphesiz para ve kur politikalarının şu ya da bu biçimde olması, bu sorunların boyutunu etkileyebilecektir. Ancak önemli olan nokta, bu sorunların çözümü için rekabet gücünü artırıcı reel önlemlerin alınmasının gerekliliğidir. Bu anlamda bu sorunlar parasal değil birer reel sorundurlar<sup>168</sup>.

Son 50 yılda Türkiye’nin yaşadığı hemen bütün ekonomik çalkantılarda cari açığın etkisi bulunmaktadır<sup>169</sup>. 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan iki büyük krizin ödemeler bilançosundan kaynaklanması ve cari işlemler dengesinin son yıllarda giderek bozulması benzer krizlerin tekrarlanma olasılığına dair beklentileri güçlendirmektedir.

### 4.2.1. 1980 Öncesi Dönemde Cari Açıklar

Cumhuriyetin kurulduğu ilk yıllarda dış ticaret dengesi devamlı açık vermiştir. Bu durumun birinci nedeni, savaş sonrası dönemle birlikte ithal talepleri üzerinden kısıtlamaların kalkmış olmasıdır. İkincisi ise, ithalat üzerinden alınan vergilerin çok düşük düzeyde sabit kalmasıdır. Bu dönemde cari işlemler açığının büyümesinde dış

<sup>168</sup> Fatih Özatay, “Cari İşlemler Dengesine İlişkin İki Yapısal Sorun ve Mikro Reform Gereği”, **Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları**, Cilt.1, Sayı.1, (2006), ss.39-40.

<sup>169</sup> Ercan Uygur, “Cari Açık Tartışmaları”, **İktisat İşletme Ve Finans**, Cilt.19, Sayı.222, ss.5-20.

ticaret açığı yanında, millileştirilen yabancı şirketlerin tazminat taksitlerinin ödenmesi ve servetlerini dövize çevirip yurtdışına çıkanların artmış olması da etkilidir<sup>170</sup>.

Kuruluşu takip eden bu yıllarda Türkiye'nin dış ticareti açık vermekle birlikte, giderek daralmıştır. Bu durumun birinci sebebi dış ticareti düzenleme yetkisini elde eden hükümetin gümrük vergilerini, sağlık malzemesi ve diğer yasalarda tanınan vergi bağışıklığı dışında kalan tüm ithal mallarında %16'dan %40'a çıkarmış olmasıdır. Buradaki amaç kamu gelirlerini artırmanın ötesinde, yerli üretimi koruma ve Osmanlı'nın düştüğü dış borç tuzağına düşmemektir. Dış ticaretin daralmasının ikinci nedeni ise ABD başta olmak üzere gelişmiş ekonomilerde görülen bunalım nedeniyle dış ticaretin sınırlandırılmasıdır<sup>171</sup>.

Cumhuriyetin kuruluş yıllarında karşılaştığı 1929 büyük buhranı, pek çok gelişmekte olan ülke gibi Türkiye ekonomisini de olumsuz etkilemiştir. Dünya ekonomisine hammadde ihracatçısı ve sınai mal ithalatçısı durumunda ve kural olarak serbest ticaret rejimleri içerisinde katılan ülkelerin ekonomileri olumsuz etkilenmiştir. Büyük buhran, hammadde fiyatlarını sınai mal fiyatlarından çok daha fazla düşürmüştü; bu durum serbest ticaret-açık kapı politikalarının sürdürülmesi, ihracatın reel alım gücündeki düşmeye paralel olarak ithalat kapasitesinde önemli daralmalara yol açmıştır. Zorunlu sınai tüketim mallarının pek çoğunu içeren ithalatın reel olarak düşmesi, toplam tüketim hacminde ve hayat standartlarında önemli gerilemelere sebep olmuştur. Ekonomik konjonktürde ihracat gelirlerindeki daralmadan kaynaklanan bu gerilemeyi önlemenin tek yolu, dış ticaret açıklarının kapitalist merkez ülkelere kaynaklanan sermaye ihracıyla kapatılması olabilirdi. Ancak, büyük buhran, sermaye hareketlerini de geniş çapta daralttığı için istisnai durumlar dışında bu da çıkar yol olmamıştır<sup>172</sup>.

1930'lu yıllarda Türkiye'nin dış ticaret politikaları, mallarını satın alan ülkelere mal alınması, yerli üretimi yapılan malların ithalatının sınırlandırılması ve ikili anlaşma konusu olan malların ithalatında serbestlik tanınmasıdır. Bu süreçte Almanya başta olmak üzere birçok ülke ile kliring anlaşmaları yapılmış, dış ticaret bütçeleri hazırlanması yoluna gidilmiştir. 1937 yılında kliring anlaşmalarından

---

<sup>170</sup> Tokgöz, s.99.

<sup>171</sup> Kepenek ve Yentürk, s.49.

<sup>172</sup> Boratav, *Türkiye İktisat Tarihi*, s.63.

kurtularak daha serbest dış ticaret politikası izlenmesi yönündeki girişimler 1938’de dış ticaretin açık vermesi üzerine terk edilmiş, yeniden sınırlamalar getirilmiştir. İzlenen politika sonucu, dış ticaret 1938 yılı hariç dönem içerisinde sürekli fazla vermiştir<sup>173</sup>.

Dış ticarete korumacılığın gevşetilme sürecinin ilk adımı 1946 devalüasyonu ile birlikte, ithalatta miktar kontrollerinin uygulanmasını sınırlayan liberasyon listelerinin saptanmasıyla başlamıştır. Bu başlangıç, DP’nin 1950 Haziranında 11704 sayılı bakanlar kurulu kararıyla ilan edilen ithalat rejimiyle oldukça ileri bir aşamaya getirilmiş ve üç yıl boyunca Türkiye, gümrük tarifeleri dışında koruma önlemlerinin büyük ölçüde kaldırıldığı bir dış ticaret politikası izlemiştir<sup>174</sup>.

1954-1961 döneminin iktisat politikaları bakımından ilk önemli uğrağı, 1954 Temmuz’unda uygulamaya konulan dış ticaret rejimidir. Bu dönemde yeni kontrol ve sınırlamalar getirilerek, sonraki yılların dış politikalarını oluşturan ana unsurlar ortaya çıkmıştır. Bundan sonra 1958 yılına kadar dış ticaret rejimi her yıl çıkarılan bakanlar kurulu kararlarının belirlediğı kurallar ve sınırlamalar içinde sürdürülmüştür<sup>175</sup>.

Türkiye planlı kalkınma döneminin başlamasıyla birlikte, dış ekonomik ilişkilerinde ve ödemeler bilançosu dengesinin sağlanması konusunda bilinçli bir politika izlemeye başlamış, beş yıllık kalkınma planlarında öngörülen hedefleri gerçekleştirmeye yönelik politikaları yürürlüğe koymuştur<sup>176</sup>. Bu amaçla bir dizi ekonomik önlemler hayata geçirilmiş ve planlı dönemin başlangıcında da başarıya ulaşılmıştır.

1960’lı yıllar, dış ticaret rejiminin büyük ölçüde sabit döviz kuru, kambiyo kontrolleri ve kotalarla yürütüldüğü bir zaman kesitidir. Kronik dış açıklara dayanan gelişme süreci, 1961 yılında OECD bünyesinde kurulan Türkiye’ye Yardım konsorsiyumu ile dış denetim altında tutulmuştur. 1968’den itibaren dış çevreler, IMF aracılığıyla devalüasyon ve dış ticaret rejiminin liberalleşmesi yönünde etkiye başlamıştır.

---

<sup>173</sup> Kepenek, s.79

<sup>174</sup> Boratav, *Türkiye İktisat Tarihi*, s.100.

<sup>175</sup> Boratav, *Türkiye İktisat Tarihi*, s.110.

<sup>176</sup> Karluk, *Türkiye Ekonomisi*, s. 506.

Ekonominin dışa bağımlılığının ana göstergeleri bu dönem boyunca bozulma eğilimi içinde olmuştur: GSMH’da ithalatın payı 1962-1976 dönemi içinde artma, ihracatın ithalatı karşılama oranı ise azalma eğilimi göstermiştir. Birinci oran, 1960-61’de %7 iken, 1975-76’da %12.6 ya çıkmış; ikinci oran ise aynı yıllar arasında %68.5’den %33.9 a düşmüştür<sup>177</sup>.

Türkiye’de birinci beş yıllık kalkınma planı’nın ilk uygulama yılı olan 1963’de, dış ticaret hesabı 320 milyon dolar açık vermiş ve bunun doğal sonucu olarak cari işlemler hesabı 300 milyon dolar açıkla kapanmıştır. Açığın 270 milyon dolarlık kısmı, ülkeye sermaye girişleri ile finanse edilmiş ve bilanço 30 milyon dolar eksi bakiye vermiştir. İlk üç plan dönemi boyunca Türkiye’de, 1973 yılı dışında cari işlemler hesabı devamlı açıkla kapanmış, dolayısıyla Türkiye devamlı olarak net yabancı sermaye ithalatçısı olmuştur. Diğer bir deyişle, büyük ölçüde dışarıya borçlanarak cari işlemler dengesi açığını kapatmıştır. Cari İşlemler hesabındaki dengesizlik, incelenen dönemde büyük ölçüde dış ticaret açığından kaynaklanmış, bunu finanse edecek sağlıklı kaynak (işçi ve turizm gelirleri ile yabancı sermaye yatırımları) bulunamadığından, ekonomide bir döviz darboğazı ortaya çıkarmıştır. Bunda, TL’nin aşırı değerlenmesinin de etkisi vardır. Birinci plan döneminin son yılı olan 1968’de dış ticaret açığı bir miktar işçi döviz gelirleriyle kapatılmıştır. Bu yılda proje ve program kredileri 274 milyon dolara ulaşmış ve dışarıya da 94 milyon dolarlık dış borç ve anapara ödemesinde bulunulmuştur.

Cari işlemler hesabını olumsuz yönde etkileyen diğer önemli bir kalem, dış borç ödemeleridir. Geçmiş yıllarda kullanılan dış kredilerin, 1980’li yıllardan itibaren önemli boyutlara ulaşması ve ilk defa 1979 yılında 1 milyar dolar sınırını aşması cari denge üzerinde olumsuz etki yaratmıştır. 2001 yılında ödemeler 7.1 milyar dolara ulaşmış, böylece aynı yılın cari işlemler dengesi açığının yarısından fazlası kadar faiz ödemesi yapılmıştır.

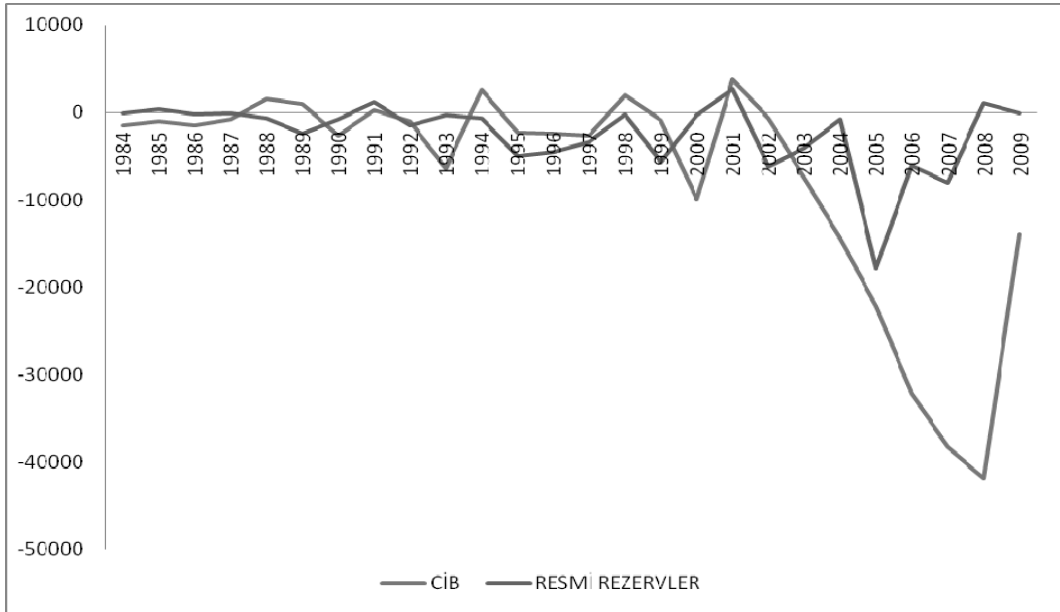
---

<sup>177</sup> Boratav, *Türkiye İktisat Tarihi*, ss.127-135.

#### 4.2.2. 1980 Sonrası Dönemde Cari Açıklar

Türkiye, 1980 sonrası finansal serbestleşme politikaları ile birlikte cari açık sorununun kronikleşmesiyle karşı karşıya kalmıştır. 2000’li yıllara kadar cari işlemler dengesinde genel itibarıyla negatif bir seyir gözlemlenmiştir. Son 10 yılda ise, cari açıklar giderek artmış ve 2008 yılında 40 milyar dolara ulaşmıştır.

Dış ticaret dengesinin zaman içinde ve özellikle 1988 yılından sonra hızla aleyhte bir gelişim göstermesi, cari işlemler hesabını olumsuz yönde etkilemiş ve dış açığın büyümesinde etkili olmuştur. Dış ticaret açığı 1987 yılından sonra turizm gelirlerindeki büyüme ile bir ölçüde dengelenmiştir. Turizm sektörünün teşvik edilmesi, Türkiye’ye gelen turist sayısının artmasına yol açmış, özellikle 1985 yılından sonra cari işlemler dengesine önemli ölçüde net katkıda bulunmaya başlamıştır<sup>178</sup>.



**Grafik 4 :** Cari İşlemler Bilançosu ile Resmi Rezervlerin 1984 Yılı Sonrası Gelişimi

**Kaynak :** TCMB verilerinden hareketle oluşturulmuştur, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>.

<sup>178</sup> Karluk, *Türkiye Ekonomisi*, ss.508-512.

#### 4.2.2.1. Cari İşlemler Dengesi

Tablodan da izlenebileceği gibi 1987 yılına kadar sürekli olarak bir cari işlemler açığı vardır. 1988 ve 1989 yılındaki cari işlemler fazlasını, hemen bir sonraki yıl, 2.6 milyar dolarlık bir açık izlemiştir. 1990 yılından sonra da cari işlemler dengesi açısından oldukça istikrarsız gelişmeler yaşanmış, 1991 yılında ortaya çıkan küçük bir fazla dışında 1992 ve 1993 yıllarında cari açıklar hızla büyüyerek 1993 yılında 6 milyar dolara ulaşmıştır. 1994 yılında yaşanan ekonomik krize ve devalüasyona bağlı olarak cari fazla ortaya çıkmış, bu tarihten 2001 yılına kadar 1998 yılı hariç sürekli cari açık verilmiştir.

2000 yılında gerçekleşen cari açığın ana sebebinin dönemin ekonomi programı olduğu görülmektedir. Döviz çıpası uygulaması, TL'nin aşırı değerlenmesi nedeniyle ithalatta patlamaya yol açmıştır. Bu program kontrolsüz finansal serbestleşme uygulaması ile birleşince mevcut tablo ortaya çıkmıştır<sup>179</sup>.

---

<sup>179</sup> Ercan Enç, "Dış Ticaret, Cari Açık ve Kriz", Şiir Yılmaz ve Hakan Çermikli (Ed.), **İktisat Seçme Yazılar** içinde (129-139), Ankara: Hazar Reklam Matbaacılık Sanayi, 2003, s.131.

**Tablo 8**  
**Cari İşlemler Dengesi ve Bileşenleri ( Milyar Dolar )**

	CAB	Xm	Mm	TBm	Xs	Ms	TBS	TBm,s	Xi	Mi	TBi	TBm,s,i	CT
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1980	-3.4	2.9	-7.5	-4.6	0.8	-0.6	0.2	-4.4	0.0	-1.1	-1.1	-5.6	2.2
1981	-1.9	4.7	-8.6	-3.9	1.3	-0.5	0.8	-3.1	0.0	-1.4	-1.4	-4.5	2.6
1982	-1.0	5.9	-8.5	-2.6	1.9	-1.1	0.9	-1.8	0.1	-1.6	-1.5	-3.2	2.3
1983	-1.9	5.9	-8.9	-3.0	2.0	-1.2	0.7	-2.3	0.1	-1.5	-1.4	-3.7	1.8
1984	-1.4	7.1	-10.1	-3.0	2.5	-1.5	1.0	-2.0	0.1	-1.6	-1.5	-3.5	2.1
1985	-1.0	8.0	-11.0	-3.0	3.2	-1.6	1.6	-1.4	0.3	-1.9	-1.6	-3.0	2.0
1986	-1.5	7.5	-10.6	-3.1	3.1	-1.5	1.6	-1.5	0.3	-2.2	-1.9	-3.4	1.9
1987	-0.8	10.2	-13.5	-3.3	3.9	-1.8	2.2	-1.1	0.4	-2.5	-2.1	-3.2	2.4
1988	1.6	11.7	-13.5	-1.9	5.9	-2.1	3.8	2.0	0.4	-2.9	-2.5	-0.6	2.2
1989	0.9	11.6	-15.9	-4.3	6.6	-2.5	4.0	-0.3	0.7	-3.0	-2.3	-2.6	3.5
1990	-2.6	13.0	-22.5	-9.6	8.1	-3.1	5.0	-4.6	0.9	-3.4	-2.5	-7.1	4.5
1991	0.3	13.6	-20.9	-7.3	8.4	-3.3	5.2	-2.1	0.9	-3.6	-2.7	-4.8	5.0
1992	-1.0	14.7	-22.8	-8.1	9.6	-3.8	5.8	-2.3	1.0	-3.6	-2.6	-4.9	3.9
1993	-6.4	15.3	-29.4	-14.1	10.9	-4.2	6.7	-7.3	1.1	-3.9	-2.7	-10.1	3.7
1994	2.6	18.1	-22.3	-4.2	11.1	-4.0	7.1	2.9	0.9	-4.2	-3.3	-0.4	3.0
1995	-2.3	21.6	-34.8	-13.2	14.9	-5.3	9.6	-3.5	1.5	-4.7	-3.2	-6.7	4.4
1996	-2.4	32.1	-42.3	-10.3	13.4	-6.7	6.7	-3.6	1.6	-4.5	-2.9	-6.5	4.1
1997	-2.6	32.1	-47.2	-15.0	19.7	-8.8	10.9	-4.1	1.9	-4.9	-3.0	-7.1	4.5
1998	2.0	30.7	-44.7	-14.1	23.7	-10.2	13.5	-0.5	2.5	-5.5	-3.0	-3.5	5.5
1999	-1.3	28.8	-39.0	-10.2	16.8	-9.3	7.5	-2.7	2.4	-5.9	-3.5	-6.2	4.9
2000	-9.9	30.8	-52.8	-22.0	19.4	-8.0	11.3	-10.6	2.8	-6.8	-4.0	-14.6	4.7
2001	3.7	34.7	-38.0	-3.3	15.2	-6.0	9.1	5.7	2.7	-7.7	-5.0	0.7	2.9
2002	-0.6	40.7	-47.1	-6.3	14.0	-6.1	7.8	1.4	2.4	-7.0	-4.5	-3.0	2.4
2003	-7.5	52.3	-65.8	-13.4	17.9	-7.4	10.5	-2.9	2.2	-7.8	-5.5	-8.5	1.0
2004	-14.4	68.5	-91.2	-22.7	22.9	-10.1	12.7	-9.9	2.6	-8.2	-5.6	-15.5	1.1
2005	-22.1	78.3	-111.4	-33.0	26.7	-11.4	15.2	-17.8	3.6	-9.4	-5.8	-23.6	1.4
2006	-32.1	93.6	-134.6	-41.0	25.5	-11.9	13.6	-27.4	4.4	-11.0	-6.6	-34.1	1.9
2007	-38.3	115.3	-162.1	-46.7	28.9	-15.5	13.3	-33.4	6.4	-13.5	-7.1	-40.5	2.2
2008	-41.9	140.8	-193.8	-53.0	34.8	-17.7	17.1	-35.9	6.8	-15.0	-8.1	-44.0	2.1
2009	-13.9	109.6	-134.5	-24.8	33.0	-16.7	16.3	-8.5	5.1	-12.8	-7.6	-16.2	2.2

**Kaynak ve Notlar:** TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. . 1. sütun cari işlemler dengesini (CAB); 2. sütun mal ihracatını (Xm); 3. sütun mal ithalatını (Mm); 4. sütun mal dış ticaret dengesini (TBm); 5. sütun hizmet ihracatını (Xs); 6. sütun hizmet ithalatını (Ms); 7. sütun hizmetlerde dış ticaret dengesini (TBS); 8. sütun mal ve hizmet dış ticaret dengesini (TBm,s); 9. sütun yatırım gelirlerini (Xi); 10. sütun yatırım giderlerini (Mi); 11. sütun yatırım gelirleri dengesini (TBi); 12. sütun mal,hizmet ve yatırım dengesini (TBm,s,i); 13. sütun ise cari transferleri (CT) göstermektedir. Yuvarlamalar nedeniyle CAB değerleri tam tutmayabilir. Topamlar yuvarlama nedeniyle tam tutmayabilir.

2000 yılına kadar cari açıklar bir bant içerisinde seyretmiş, ancak bu tarihten itibaren büyük oranlı artışlar yaşanmıştır. 2000 yılında cari açık 9 milyar dolara yükselmiş, bunu takip eden kriz yılında ise cari işlemler hesabında 3,7 milyar dolarlık bir fazla yaşanmıştır. 2002 - 2009 döneminde ise cari işlemler hesabı artan oranlı bir şekilde açık vermeye devam etmiştir. Bu dönemde :

- \* Dünya petrol ve enerji fiyatları ile emtia ve temel mal fiyatlarındaki artışlar ,
- \* Türkiye ekonomisinin üretim ve ihracat yapısını aramalı ithalatına olan yüksek bağımlılığı,
- \* Ekonominin genişlediği dönemlerde ithalatın hızla artması,
- \* Ulusal paranın değerli olması,
- \* Kısa vadeli sermaye hareketlerine olan aşırı bağımlılık, sonucunda ortaya çıkan yüksek reel faiz ve aşırı değerli ulusal paranın, ekonomideki kullanılabilen onları yatırımlara yönlendirmek yerine tüketimi arttırıcı yönde bir etki ile ithalatı teşvik etmesi, cari açıkların yüksek düzeylere ulaşmasına neden olmuştur<sup>180</sup> .

1980–2009 döneminde Türkiye ile dış dünya arasındaki kaynak transferinin gelişme yönüne bakmak için; cari işlemler dengesinden, net faiz/kâr dengesini (gelirler dengesini) çıkararak kaynak transferinin yönü tespit edilebilir. Bu işlem sonucunda elde edilen değer pozitif ise Türkiye’den dış dünyaya net kaynak transferinin gerçekleştirildiği, işlem sonucunun negatif olması durumunda ise dış dünyadan Türkiye’ye kaynak transferinin gerçekleştirildi anlaşılabacaktır. Gelirler dengesinin negatif değer alması, dışarıya transfer edilen fazlanın (faiz ve kârın) dışarıdan elde edilen fazladan daha büyük olduğunun bir göstergesidir<sup>181</sup>. Buna göre kaynak transferinin gelişimi 1980-2009 dönemi bağlamında incelendiğinde, söz konusu 27 yıl içerisinde 17 yılda Türkiye dış dünyaya kaynak aktarıırken, geriye kalan 10 yılda da dış dünyadan Türkiye’ye kaynak aktarımı gerçekleşmiştir. 2005, 2006 ve 2007 yıllarının toplamı

---

<sup>180</sup> Rahmi Aşkın Türel, “ Türkiye Ekonomisinin Makro ekonomik Dengelerinin Analizi(1990-2006)”, 2. Ulusal İktisat Kongresi, 20-22 şubat 2008, İzmir, [http://www.deu.edu.tr/userweb/ıibf\\_kongre/dosyalar/tureli.pdf](http://www.deu.edu.tr/userweb/ıibf_kongre/dosyalar/tureli.pdf) ( 3Mart 2010), s.14.

<sup>181</sup> Eşiyok, ss. 91-92.



olarak dış dünyadan Türkiye'ye aktarılan kaynağın 71.2 milyar dolar gibi yüksek bir düzeye ulaştığı, diğer 7 yılın toplamında Türkiye'ye aktarılan kaynağın sadece 15.3 milyar dolar olduğu göz önüne alınırsa, dış dünyadan Türkiye'ye aktarılan kaynağın son bu yıllar boyunca verilen yüksek cari açıktan kaynaklandığı görülmektedir. Toplam kaynak transferinin hangi yönde geliştiğine ilişkin hesaplamada bu yıllarhesaba katılmadığında, Türkiye'nin dış dünyaya 25.9 milyar dolar kaynak aktardığı saptanmıştır<sup>182</sup>.

Türkiye'nin dış dünyaya kaynak aktardığı 17 yılın 6 yılı cari işlemler dengesinin fazla verdiği yıllardır. Türkiye ekonomisinin cari fazla verdiği yılların, ekonominin ya çok düşük oranda büyüdüğü ya da kriz yaşadığı yıllar olduğu göz önüne alınırsa, kriz koşullarında küçülen ekonomi dış dünyaya karşı cari fazla vererek ulusal kaynakların bir kısmının ülke dışına çıkmasına neden olmuştur<sup>183</sup>.

Kriz sonrası dönemde artan özel sektör yatırımları, hızlı büyüme, dünya hammadde fiyatlarındaki yükseliş ve özel kesim tasarruf oranındaki düşüş, cari işlemler dengesinin açık vermesine yol açmıştır. Cari açığın, büyüme oranları ve yüksek yatırım artışı ile doğrudan ve çok güçlü bir ilişkisi bulunmaktadır. İstikrar ortamı ve düşen faizler, özel sektörün tüketim ve yatırım talebinde artışa yol açmış, ekonominin yapısal özellikleri artan toplam talebin karşılanması için özellikle ara malı ithalatını zorunlu kılmıştır. Ayrıca ham petrol ve doğalgaz gibi enerji ürünlerindeki fiyat artışları, toplam enerji ithalatının parasal değerini artırmak suretiyle cari açığı artırmıştır<sup>184</sup>.

Cari işlemler açıkları üzerindeki incelemelerimizi özetlersek 2001 yılından bu yana cari işlem açıkları sürekli olarak artmakta ve bu artışlar, doğrudan yabancı yatırımlar, sıcak para girişleri, özelleştirmeler ve banka-şirketlerin risklerini artırarak dışarıdan borçlanmaları ile karşılanmaktadır. Cari açıkların yatırım malları ithalatından kaynaklanması durumunda, yapılan yatırımlar bu borçları ödeme gücü yaratabilir. Fakat

---

<sup>182</sup> Eşiyok, ss. 91-92.

<sup>183</sup> Eşiyok, s.92.

<sup>184</sup> Maliye Bakanlığı, s.86.

cari açıklar, Türkiye’de olduğu gibi çoğunlukla ara malı ve tüketim malı ithalatından kaynaklanıyorsa bu ciddi bir tehlike işaretidir<sup>185</sup>.

Cari açığın sürdürülebilirliği konusunda yeterli mali fazla sağlanması önemli bir konudur. Bu amaçla kamu tasarruflarının artırılması, bunun yapısal olması ve sürekliliğinin sağlanması, vergi reformu ile desteklenmesi gerekmektedir. Özel kesim tasarruflarına (örneğin bireysel emeklilik sistemine) bazı teşvikler getirilebilir. Yatırımlara oranla daha fazla toplam tasarruf artışı, gelire oranla daha fazla harcama azalışı, cari açığın görece küçülmesini sağlayacaktır<sup>186</sup>.

#### 4.2.2.2. Büyüme Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi

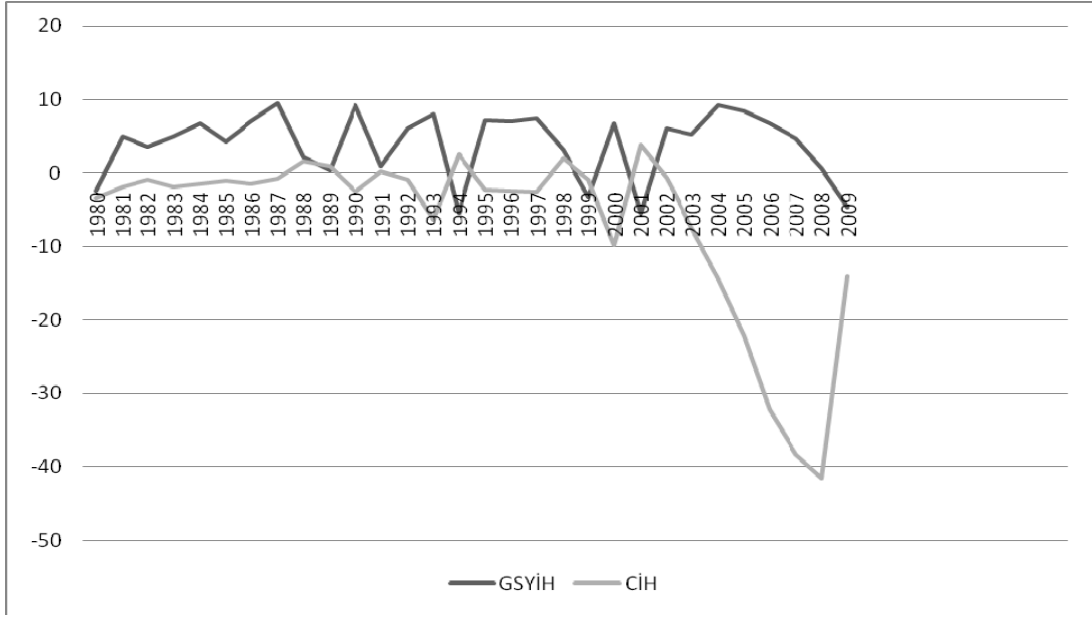
Büyüme oranı ile cari işlemler arasındaki ilişki üzerinde iki farklı yaklaşımın olduğu görülmektedir. Yaygın kabul gören ilk yaklaşıma göre, ekonomik büyüme ile cari işlemler dengesi arasında ters yönlü ve kuvvetli bir nedensellik ilişkisi vardır. Büyüme oranındaki artışların cari işlemler dengesinde bozulmalara yol açtığını ileri süren bu yaklaşıma göre ekonomik büyüme ve cari denge arasındaki bu ters yönlü ilişkiye gelişmekte olan bir çok ülkede rastlamak mümkündür. İkinci yaklaşıma göre, büyüme oranındaki artış ile yüksek oranlı cari açıklar arasında zayıf ya da sistematik herhangi bir nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır<sup>187</sup>.

---

<sup>185</sup> Özer Ertuna, **Yeni Yüzyılın Eşiğindeki Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: Mat Matbaacılık, 2007, s.120.

<sup>186</sup> Uğur Gürses, “Prof. Rodrik’in Önerisi (2)”, **Radikal**, 1 Ağustos 2007, <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=228611> ( 02.11.2010)

<sup>187</sup> Osman Murat Telatar, Harun Terzi “Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt.23, Sayı.2 (2009), s.119.



**Grafik 5 : Cari İşlemler Hesabı ve Gayri Safi Yurtiçi Hasıla**

**Kaynak:** TCMB verilerinden hareketle oluşturulmuştur. <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Ekonomik büyüme hızımız cari işlemler hesabını yakından etkilemektedir. Bu ilişki büyük ölçüde artan üretimin ara malı ithalatını artırması yoluyla ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, yatırımların büyüdüğü dönemlerde yatırım malı ithalatının da arttığını biliyoruz. Sonuç olarak, ekonomimizin hızla büyüdüğü dönemlerde ithalatımız da hızla artmaktadır<sup>188</sup>.

Türkiye ekonomisinde ulusal gelirin büyüme hızı cari işlemler dengesini yakından etkilemektedir. Büyüme hızının cari işlemler dengesini etkilemesi büyük ölçüde ara malı ithalatından kaynaklanmaktadır. Sabit yatırımların tempolu arttığı yıllarda ise yatırım malı ithalatındaki artış yolu ile cari işlemler dengesine etkiye bulunmaktadır. Yani ekonominin hızlı büyüdüğü yıllarda ithalat da hızla büyümekte, bu gelişmede cari işlemler açığının yükselmesi ile sonuçlanmaktadır<sup>189</sup>.

<sup>188</sup> Özatay, s.40.

<sup>189</sup> Eşiyok, s.96.

Son yıllarda cari açıklar ile yabancı sermaye yatırımlarının bağlantısında değişme yaşanmış, 1970-74 arasında TL'nin değerli konuma geçmesindeki nedensellik bağlantısı; genişleyici para, faiz ve döviz politikaları → büyüme ve cari açık → cari açığı destekleyecek sermaye girişleri ve dış borçlanma şeklinde sürdürülmüştür. Bunun sonucunda, makro iktisadi politikalar temelde ulusal düzlemde belirlenmiştir. Oysa 1989 sonrasında ulusal makro politikalar ve büyüme süreci doğrudan doğruya sermaye girişleri → büyüme → cari açık ilişkisine bağımlı kılınmış; ve dolayısıyla, ulusal ekonomide büyüme ve birikim süreçleri tamamen dış sermaye hareketlerine ve dünya finans piyasalarına terk edilmiştir<sup>190</sup>.

1989-99 yılları arasında, büyüme ile cari açık arasındaki bağlantının ılımlı boyutlarda kaldığı; dönemin tümü için cari açık/milli gelir oranının %1 i aşmadığı gözlemlenmektedir. Ancak, toplamı 14 milyar dolara ulaşmayan cari açıklara rağmen dış borcun 61.2 milyar dolar büyümüş olması çarpıcıdır. Farklı bir ifade ile, bu 10 yıl içinde 1 dolarlık cari işlem açığına dış borçlarda 4.4 milyar dolarlık bir artış refakat etmektedir. Böylece, 1990-99 yıllarında dış borçlar Türkiye ekonomisinin büyümesinin gerektirdiği dış kaynaklardan bağımsız olarak büyüyen bir ivme kazanmıştır. Bunun nedeni, Türk bankaların, şirketlerin, rantiyelerin ülke dışına serbestçe kayıtlı ya da kayıtsız sermaye çıkarabilmeleri ve istikrarsız bir dış serbesti ortamında aşırı rezerv biriktirme çabalarıdır. Kısacası, sermaye hareketlerini serbestleştirilmesinin bir faturası dış borçlardaki denetimsiz büyüme olmuştur<sup>191</sup>.

1993 yılında gerçekleşen yüksek oranlı büyüme hızı ithalatın artmasıyla dış ticaret açığını, buna bağlı olarak cari işlemler açığını büyütüştür. 1993 yılında dış ticaret açığı 14 milyar doları aşmış ve cari işlemler açığı da 6,4 milyar doları bulmuştur. Hazinesin piyasa borçlanmasını gerçek borçlanma gereksiniminin altına çekerek faizleri düşürme talebi, hem iç talebi daha da arttırmış hem de hazinenin finansman ihtiyacı nedeniyle gereksinim duyduğu mali kaynaklar Merkez Bankası'ndan temin edilmeye çalışılmıştır. Sonuçta, Merkez Bankası'nın piyasaya çıkardığı para döviz talebini arttırmış ve kurlar yükselmeye başlamıştır. Kurların yükselmesi ithalatı pahalılaştırarak, enflasyonun hızlanma sürecine girmesine sebep olmuştur. 1993 yılında yakalanan hızlı

<sup>190</sup> Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, s.37.

<sup>191</sup> Boratav, *Türkiye İktisat Tarihi*, ss.184-185.

ekonomik büyüme, 1994 yılında hızlı bir ekonomik küçülmeye dönüşmüştür. Bir çeşit dalgalı kur rejiminde hızlı büyümeye fren, döviz kısıtlılığı yoluyla değil döviz kurunun yükselmesiyle olmuştur<sup>192</sup>.

Cari fazla verilebilen dönemlere bakıldığında, bunların genellikle yüksek devalüasyonlarla sonuçlanan kriz dönemleri olduğu görülmektedir. Cari fazla verebilmek için yüksek devalüasyonların yaşanması ihtiyacı, cari açığın dış ticaret açığı ile yakından ilişkili olduğunu göstermektedir<sup>193</sup>. Cari işlemler hesabı büyümenin yavaşladığı ve ya kriz yıllarında (1989,1994,1998,2001) fazla, kriz öncesi yıllarda ise büyük boyutlu açıklar vermiştir. Ancak, 1990-99 ve 2000-2009 ortalamaları bakımından, büyüme/cari açık bağlantısında çarpıcı bir bozulma görülmektedir<sup>194</sup>.

Tablo 9'un birinci ve ikinci sütunlarında gösterilen GSYİH' nin yıllık büyüme hızları ve cari işlemler dengesi CİH/GSYİH değerleri incelendiğinde, 1990'lı yıllarda CİH/GSYİH oranının 2000'li yıllar ile kıyaslandığında oldukça mütevazı kaldığı, 2000 yılından itibaren benzer büyüme hızlarının giderek artan ölçüde cari açığa neden olduğu saptanmaktadır. Örneğin, 1980-2009 döneminin en yüksek büyüme hızının gerçekleştiği 1987 yılında cari açık ulusal gelirin %0.9'u düzeyinde gerçekleşirken, 2004 yılında gerçekleşen ve 1987 büyüme hızı ile neredeyse eşit bulunan %9.3'lük büyüme hızının ulusal gelirin %4,5'i kadar açığa neden olduğu anlaşılmaktadır. 2000'li yıllarda büyüme hızı ile cari açıklar arasındaki bağlantının bozulmasına yol açan temel unsurlar; imalat sanayinin ithalata bağımlılığında gözlenen artış, Gümrük Birliği ile birlikte Türkiye'nin üçüncü ülkelere karşı koruma oranlarını tek yönlü olarak önemli ölçüde düşürmesi ve ulusal paranın değerlendirilmesi sonucu ithalatın artması olarak sıralanabilir<sup>195</sup>.

Tabloda dikkat çekici bir başka nokta ise, ithalat dalgalanmalarının büyüme dalgalanmalarına kıyasla çok daha şiddetli olmasıdır. Burada tablo olarak gösterdiğimiz ilişkiyi başka biçimlerde de ifade etmek mümkündür. Ekonomimizin daraldığı ya da büyüme hızımızın son derece düştüğü dönemler cari işlemler hesabında fazla verdiğimiz, ya da cari işlemler açığının ihmal edilebilir düzeyde olduğu yıllardır (1994,

---

<sup>192</sup> Eğilmez ve Kumcu, s.256.

<sup>193</sup> Kepenek, s.327.

<sup>194</sup> Boratav, *Türkiye İktisat Tarihi*, s.189.

<sup>195</sup> Eşiyok, s.99.

1998- 1999 ve 2001 gibi). Öte yandan Türkiye ekonomisine ilişkin çalışmalarda ithalat ile büyüme hızımız arasındaki bu yakın ilişki ekonometrik yöntemlerle de gösterilmektedir.

**Tablo 9**  
**Büyüme, Cari İşlemler Dengesinin Ulusal Gelir İçerisindeki Payı, İhracatın İthalatı Karşılama Oranı ve İthalat Artış Oranı (%)**

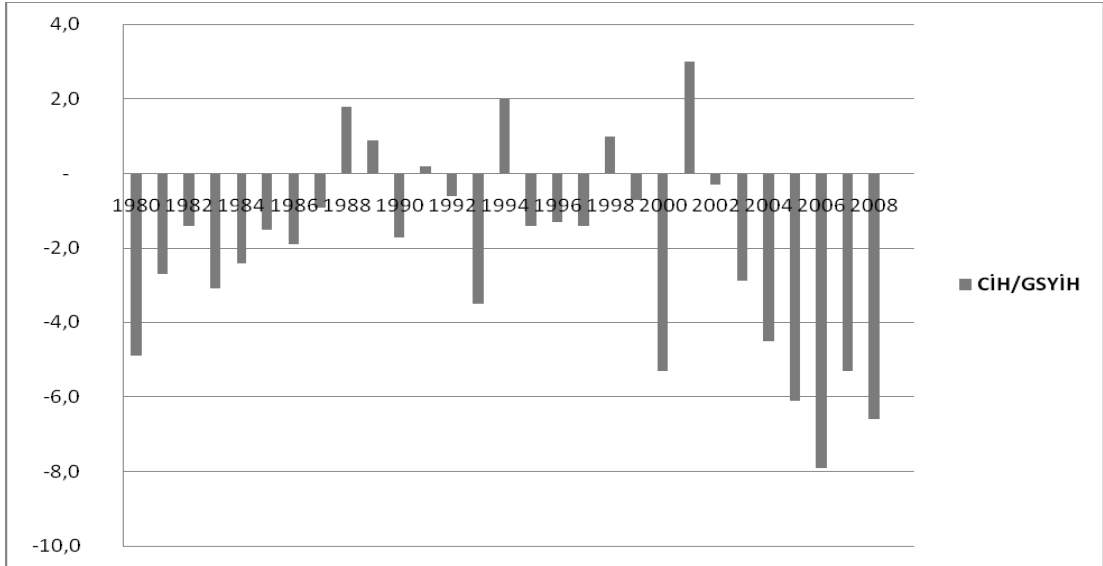
Yıllar	GSYİH Büyüme Oranları	CİH/GSYİH	İhracat	İthalat	İhracat/İthalat	İthalat Artış Oranı
1980	-2,4	- 4,9	2,9	7,9	37	56,0
1981	4,9	- 2,7	4,7	8,9	53	12,9
1982	3,6	- 1,4	5,7	8,8	65	-1,0
1983	5,0	- 3,1	5,7	9,2	62	4,4
1984	6,7	- 2,4	7,1	10,7	66	16,5
1985	4,2	- 1,5	7,9	11,3	70	5,5
1986	7,0	- 1,9	7,4	11,1	67	-2,1
1987	9,5	- 0,9	10,1	14,1	72	27,5
1988	2,1	1,8	11,6	14,3	81	1,3
1989	0,3	0,9	11,6	15,7	74	10,2
1990	9,3	- 1,7	12,9	22,3	58	41,2
1991	0,9	0,2	13,5	21,0	64	- 5,6
1992	6,0	- 0,6	14,7	22,8	64	8,7
1993	8,0	- 3,5	15,3	29,4	52	28,7
1994	-5,5	2,0	18,1	23,7	76	- 20,9
1995	7,2	- 1,4	21,6	35,7	61	53,5
1996	7,0	- 1,3	23,2	43,6	53	22,2
1997	7,5	- 1,4	26,2	48,5	54	11,3
1998	3,1	1,0	26,9	45,9	59	- 5,4
1999	-3,3	- 0,7	26,5	40,6	65	- 11,4
2000	6,7	- 5,3	27,7	54,5	51	34,0
2001	-5,6	3,0	31,3	41,3	76	-24,0
2002	6,1	- 0,3	36,0	51,5	70	24,5
2003	5,2	- 2,9	47,2	69,3	68	34,5
2004	9,3	- 4,5	63,1	97,5	65	40,7
2005	8,4	- 6,1	73,4	116,7	63	19,7
2006	6,8	- 7,9	85,5	139,5	61	19,5
2007	4,6	- 5,3	107,2	170,0	63	21,8
2008	0,6	- 6,6	132,0	201,9	65	18,8

**Kaynak:** TCMB, DPT VE TÜİK verilerinden hareketle oluşturulmuştur.

İkiz açıklar olarak da adlandırılan cari açık ve dış ticaret açığı arasındaki ilişkinin bir sonucu olarak; Türkiye'nin uzun yıllardır negatif gerçekleşen dış ticaret açıkları, cari açıkları da tetiklemektedir. Türkiye'de dış ticaret bilançosunun sürekli açık vermesinin nedenleri<sup>196</sup>:

- İthalat artışının ihracat artışından fazla olması,
- Türkiye'nin yatırım ve ara malına olan gereksinimlerindeki artış,
- Türk lirasının reel olarak yabancı paralar karşısında değer kazanması,
- İhracat pazar büyüme oranının, ithalat pazar büyüme oranına göre daha az artış göstermesidir.

Türkiye mal ticaretinde açık verirken turizm, işçi dövizleri, taşımacılık, transit ticaret, ve müteahhitlik hizmetleri gibi kalemlerde fazla vermekte, bunun sonucu cari işlemler açığı dış ticaret açığının yaklaşık yarısına düşmektedir<sup>197</sup>.



**Grafik 6:** Cari İşlemler Hesabı/Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

**Kaynak:** TCMB verilerinden hareketle oluşturulmuştur. <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

<sup>196</sup> Yasin Çoban, **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: Yayıncılık Matbaası, 2007, s.81.

<sup>197</sup> Musatafa Acar, **Piyasa Devlet Ve Müdahale**, 1. Baskı, Ankara: Orion Yayınevi, Ekim 2005, s.212.

Özellikle 1990 yılından itibaren yaşanan ekonomik krizlerin ödemeler bilançosu kaynaklı oluşu ve kriz yıllarından önce CİH/GSYİH oranının literatürde ileri sürülen %4-5'lik eşik değerlerini aşması, olası bir ekonomik krizin göstergesi olduğu endişesini gündeme getirmektedir. 2000-2008 döneminde cari CİH/GSYİH oranının %4-5'lik eşik değerini sık sık aştığı görülmektedir<sup>198</sup>. CİH/GSYİH oranı 2005 yılında %6.1, 2006 yılında %7.9, 2007 yılında %5.3, 2008 yılında ise %6.6 olarak gerçekleşmiştir.

#### 4.2.2.3. Reel Döviz Kuru ve Cari İşlemler Dengesi

Cari işlemler dengesinin sağlanmasında, yurtiçi ve uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak belirlenen döviz kurları önemli rol oynamaktadır. Kur istikrarı ve kurlardaki dalgalanmalar, özellikle gelişmekte olan ülkelerin temel makro göstergeleri üzerindeki etkileri açısından önem taşımaktadır. Fakat bu etkilerin, ne kadar uzun dönemli olduğunun analiz edilmesi gerekmektedir. Türkiye'de devalüasyonların yapıldığı finansal kriz sonrası dönemler hariç, 1990'lı yıllardan itibaren genel olarak Türk lirası aşırı değerli konumda olmuştur. 1989'da döviz işlemleri ve uluslararası sermaye hareketleri serbest bırakılarak Türk lirasının konvertibilitesi sağlanmıştır. 1989'dan itibaren kur değer kazanmaya başlamıştır. Bu sistem çerçevesinde yüksek faiz oranları ve kur garantisi ile ülkeye sermaye akımları başlamış ancak bu süreç 1994'te bir ödemeler dengesi krizi yaşanması ile son bulmuştur. Geçici istikrar tedbirlerinin yürürlüğe konulması ile reel döviz kurundaki trend tersine dönmüş, 1994'ün Ocak ve Nisan ayları arasında Türk lirasında %64'lük bir değer kaybı yaşanmıştır. Ancak Nisan 1994'ten itibaren kur yeniden değerlendirilmeye başlamıştır<sup>199</sup>.

90'lı yıllarda sermaye hareketlerinin yarattığı baskı sonucunda döviz kurunun aşınma oranı (TL/\$) yurtiçi enflasyonunun gerisinde kalarak satın alma gücü paritesine göre reel olarak aşırı değerlendirilmiş; sonuç olarak da cari işlemler açığı büyümüştür.

---

<sup>198</sup> Telatar, s.120.

<sup>199</sup> Gökhan Karabulut ve Ayşe Çelikel Danışoğlu "Türkiye'de Cari İşlemler Açığının Büyümesini Engelleyen Faktörler", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8/1,2006, ss.48-51.



Nitekim 1993'te söz konusu açık 6.4 milyar dolara ulaşmıştır. Bu gelişimin uluslararası piyasalarda yarattığı güvensizlik ile birlikte sıcak paranın getirisinin sürdürülememesinden kaynaklanan 1994 krizi, bir anda ithalat hacmini düşürmüş ve cari işlemler dengesini fazlaya dönüştürmüştür. Benzer olarak 1997'de yeniden derinleşen cari işlemler dengesi açığı, ulusal ekonominin dış güvenirliliğini tehdit etmeye devam etmiştir<sup>200</sup>.

1995 ve 1997 arasındaki büyüme döneminin ardından 1998 Rusya Krizi, 1999 Marmara ve Bolu depremleriyle GSYİH'da büyük bir düşüş meydana gelmiştir. 1999'da yeni bir istikrar programı çerçevesinde sürünen askı kur sistemine geçilmiş, enflasyonla mücadelede kur nominal çapa olarak kullanılmıştır. 2000 yılında kurun aşırı değerlendirilmesi cari işlem açığını GSYİH'nın %4.9'u düzeyine çıkarmış ve süreç 2001 Şubat ayındaki kriz ile neticelenmiştir. Türk lirasından kaçış başlamış, faiz oranları fırlamış ve döviz rezervleri hızla azalmıştır. Şubat 2001'de sürünen askı kur rejimi terk edilerek, para birimi dalgalanmaya bırakılmış ve Türk lirasında değer kaybı yaşanmıştır. Sonuçta IMF ile stand-by düzenlemesi çerçevesinde kredi sağlanarak bir ekonomik ve yapısal değişim programı başlatılmış, fakat reel kur 2000 sonundan itibaren yeniden değerlendirilme trendine girmiştir ve bu durum halen devam etmektedir<sup>201</sup>.

---

<sup>200</sup> Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, ss.140-141.

<sup>201</sup> Karabulut, s.51.

**Tablo 10**  
**Reel Kur Endeksi ve Cari İşlemler Dengesi**

Yıllar	REDK	CİH/ GSYİH
1980	145,8	-4,9
1981	144,6	-2,7
1982	132,7	-1,4
1983	127,9	-3,1
1984	121,2	-2,4
1985	122,1	-1,5
1986	100,8	-1,9
1987	92,2	-0,9
1988	91,0	1,8
1989	98,8	0,9
1990	11,9	-1,7
1991	114,5	0,2
1992	109,9	-0,6
1993	122,9	-3,5
1994	92,3	2,0
1995	100,0	-1,4
1996	102,7	-1,3
1997	109,4	-1,4
1998	118,5	1,0
1999	123,1	-0,7
2000	136,5	-5,3
2001	112,5	3,0
2002	125,2	-0,3
2003	136,5	-2,9
2004	143,5	-4,5
2005	160,0	-6,1
2006	160,6	-7,9
2007	175,9	-5,3
2008	180,2	-6,6
2009	164,4	

**Kaynak:** TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr/>.

Krizlerin hemen öncesinde CİH açıklarında büyük sıçramalar olduğu görülür. Enflasyon sürerken bunu telafi edecek kur düzeltilmesi için TL değerinin düşürülmemesi veya IMF'nin 2000 yılında uygulattığı kur çıpası, yada sermaye girişlerinden ötürü kurun düşmemesi, ihracatı caydırıp ithalatı teşvik ettiği ölçüde, CİH açıklarını (1977, 1987, 1990, 1993, 1997 ve 2000'de olduğu gibi) sıçratan bir etkendir. Daha önce incelenen dış etkenler de sık sık devreye girebilir. Mali serbestlikte, sermaye girişleri, TL'de aşırı değerlenmeyi ve CİH açıklarını büyüten başlıca nedendir. CİH açıklarını büyüten etkenlere karşı, açıkları kısa vadeli dış kredi ile karşılamak Türkiye'de daima ilk adım olmuştur. Döviz kontrolü uygulanan yıllarda ise, dış krediler pahalılaştırırken yada geri çekilirken ithalat kısıtlamalarının artırılması, (1954-58 yada 1978-79'da olduğu gibi) diğer önlem olmaktaydı; böylece CİH açıkları kısıtlanırken mal darlıklarıyla fiyat artışları, üretim düşüşleri devreye girmektedir. Serbest döviz piyasalarına geçişi izleyerek bu uygulama imkansızlaşınca, kısa vadeli kredilerin duraklamasıyla birlikte ya da devalüasyon beklentisi doğarken döviz fiyatı patlamaları, krizi tetikleyen başlıca öğeye dönüşmüştür. 1991, 1994 ve 2001 krizleri, sırasıyla 1990'da 2.6, 1993'de 6.3 ve 2000'de 9.8 milyar dolar tutarındaki CİH açıklarını izlemiştir. 2000 yılından sonra ise CİH açıkları önceki dönemlere oranla çok daha yüksek değerlere çıkmıştır. Bu açıkların GSYİH'nin %5'ni geçmesi kriz için "tehlike sinyali" gibidir. Sermaye girişleri bir süre TL'yi aşırı değerlendirip CİH açıklarını büyütürken, devalüasyon beklentisiyle sermayenin rizikosunu artırdığı ölçüde, kriz yaratıcı bir etkiye dönüşmektedir<sup>202</sup>.

Yabancı sermaye giriş ve çıkışları ulusal paramızın değerinde de denetim dışı değişimlere neden olmakta, dolayısıyla bu yoldan da cari işlemler hesabını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Sıcak para fonlarının reel döviz kuru üzerindeki baskısı, dış ticaret bilançosu üzerinde olumsuz etkilerde bulunmaktadır. Değerlenen Türk Lirası ihracatı caydırıcı, ithalatı özendirici ve böylece de dış ticaret açıklarını arttırıcı bir etki doğurmaktadır<sup>203</sup>.

---

<sup>202</sup> Kazgan, s.17.

<sup>203</sup> Seyidoğlu,"Türkiye'de Yabancı Sermaye ve Dış Ödemeler Bilançosu Sorunu", s.159.

#### 4.2.2.4. Cari Açığın Finansmanı

Bu bölümde cari açığın finansmanında meydana gelen gelişmelerin incelenmesi hedeflenmektedir. Bilindiği gibi bir ekonomide cari açık üç biçimde finanse edilebilmektedir. Bunlar; yabancı banka, hükümet veya uluslararası kuruluşlardan (Dünya Bankası ve IMF) borç almak, doğrudan yabancı yatırım veya portföy yatırımı olarak gerçekleşen sermaye girişleri yolu ve döviz rezervlerini kullanmaktır<sup>204</sup>. CİH açıklarının artması finansman ihtiyacını doğurmakta, artan finansman ihtiyacı dış borç ile karşılanmakta ve süreçte dış borç stokunun artmasına neden olmaktadır<sup>205</sup>.

1946 sonrasında 1980 yılına kadar geçen süreçte Türkiye dış dengenin finansmanında büyük ölçüde devletten devlete sağlanan finansman imkanları ve uluslararası kuruluşlarca karşılanan finansman imkanlarından yararlanmışır. 1980, dış kaynak kullanımında uluslararası koşulların bütünüyle değiştiği bir dönemdir. Bu tarihten itibaren IMF ve Dünya Bankası'nın öngördüğü politikalar doğrultusunda liberalleşme hareketleri hızlanmışır. Bununla birlikte dış borçlanmada özel sermayenin payı artmışır. Türkiye'de 1986 yılında başlayarak uluslararası alanda sermaye hareketlerine hakim olan ve belirleyici güç haline gelen kısa vadeli sermaye hareketleri, ekonominin dış dengesinin dış ticaretin ve yatırımların finansmanının sağlanmasında belirleyici kaynak haline gelmişır. 1980 öncesinde dış ticaretin finansmanında uzun vadeli fonlar kullanma imkanına sahip olan Türkiye, 1980 sonrasında dış dengenin finansmanını, uluslararası sermaye piyasalarının kısa vadeli kaynaklarına terk etmişır<sup>206</sup>. 2000'li yıllara kadar devam eden bu sürecin ardından doğrudan yatırımlarda ve uzun vadeli kredilerde artış yaşanmışır. Son yıllarda bahsi geçen iki tip sermaye hareketi, cari işlemler hesabının finansmanında önemli yer tutmuşır.

---

<sup>204</sup> Eşiyok, s.107.

<sup>205</sup> Korkut Boratav, *Türkiye İktisat Tarihi*, s.160.

<sup>206</sup> Nazif Ekzem, "1980-2005 İç-Dış Borçlanma Tercihleri", Hasan Hüseyin Doğan ve Levent Gökdemir (Ed.), **Ulusal Bağımsızlık İçin Türkiye İktisat Politikaları Kurultayı Kitabı**, Malatya: İnönü Üniversitesi Basımevi, Ağustos 2006, ss.184-185.

**Tablo 11**  
**1989-2010 Yılları Arasında Gerçekleşen Cari Açığın Finansmanı**

	1989-1994	1995-2001	2002-2010	1992-2010
<b>Cari İşlemler Dengesi</b>	<b>-6213</b>	<b>-12499</b>	<b>-204109</b>	<b>-221384</b>
Net Hata Noksan Kalemi	-87	-1228	21984	19321
<b>Dış Denge</b>	<b>-6300</b>	<b>-13727</b>	<b>-182125</b>	<b>-202063</b>
DYY	4106	5616	78901	86477
Portföy Yatırımı	10042	-4334	40033	43185
<b>Borç Dışı Finansman</b>	<b>14148</b>	<b>1282</b>	<b>118934</b>	<b>129662</b>
Toplam Borçlanma Gereği	-7848	12445	63191	72401
Kamu Borçlanması	-7300	-6159	-5763	-16095
Özel Kesim Borçlanması	3866	20910	130943	154874
<b>Toplam Dış Borçlanma</b>	<b>-3434</b>	<b>14751</b>	<b>125180</b>	<b>138779</b>
Rezervler (- artış)	-4414	-2306	-61989	-66378

**Kaynak:** TCMB verilerinden hareketle oluşturulmuştur. <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>.

Tablo 11’de cari işlemler hesabı ve dış dengede meydana gelen açıkların finansmanı 4 ayrı zaman aralığı için incelenmiştir. 1989-1994 döneminde gerçekleşen 6.1 milyar dolar tutarındaki cari açığın finansmanında, borçdışı finansmanın önemli rol oynadığı görülmektedir. Dönem içerisinde özellikle net portföy yatırımlarında önemli bir artış sağlanmış, beraberinde DYY’lerdeki 4 milyar dolarlık girdi cari açığın borçlanma olmadan finanse edilmesine olanak sağlamıştır. Aynı dönemde rezerv varlıklar da da 4.4 milyar dolarlık bir artış yaşanmıştır.

1995-2001 döneminde cari açıkların birikimli toplamının daha yüksek (12.4 milyar dolar) olduğu görülmektedir. Bir önceki döneme göre net hata noksan kaleminin değeri (-1.2 milyar dolar) daha düşük çıkmış, bu durum dış dengenin olumsuz etkilenmesine sebep olmuştur. Borçdışı finansman 1.2 milyar dolar, toplam dış

borçlanma gereği de 12.4 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. 1995-2001 döneminde cari açıkların finansmanında dış borçlanmanın önemli bir etkisi olduğu görülmüştür.

Sermaye hareketlerinin arttığı 2002-2010 döneminde cari açıkların birikimli toplamının önceki dönemlere göre yüksek oranda arttığı (204.1 milyar dolar) görülmektedir. Bu dönemde net hata noksan kalemi 21.9 milyar dolar fazla vermiş, bu durum dış dengede meydana gelen açığın cari açıklardan daha düşük düzeyde kalmasına neden olmuştur. Dönem içerisinde borç dışı finansman 118.9 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, bunun da önemli bir kısmını (78.9 milyar dolar) DYY'ler oluşturmuştur. Toplam dış borçlanma 125.1 milyar dolar, özel sektör borçlanması ise 130.9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde rezerv varlıklarda 61.9 milyar dolarlık bir artış yaşanmıştır.

Çalışmanın dönemi olan 1992-2010 yılları arasında ise cari işlemler hesabı birikimli toplamda -221.3 milyar dolar, 19.3 milyar dolar olan net hata noksan kaleminin etkisiyle dış denge 202 milyar dolar açık vermiştir. Bu dönemde borç dışı finansman 129.6 milyar dolar, toplam dış borçlanma ise 138.7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönem için rezerv varlıklardaki artış 66.3 milyar dolar seviyesindedir. Gerçekleşen yabancı sermaye girişleri ve dış borçlanmadan hangilerinin cari açıkların finansmanında kullanıldığı, hangilerinin rezerv varlıklarda artışa neden olduğu çalışmanın son bölümünde açıklanacaktır. Burada net hata noksan kalemi ise kayıt dışı döviz ve giriş çıkışlarının net dengesini gösterir. Bu kalemin pozitif çıkması pek çok iktisatçı tarafından sıcak para girişi olarak yorumlanmaktadır.

Türkiye'de cari işlemler açığının sorun olmadığını savunan iki sav öne sürülmektedir. Bunlardan birincisi cari açığın finanse edilmekte olduğu ve dolayısıyla finansman sorunu olmadığı sürece bir tehlikenin söz konusu olamayacağıdır. Bu görüşün eleştirisinde ise cari işlemler dengesindeki bir açığın zaten finansal sermaye, rezerv hareketleri ya da net hata noksan kalemlerindeki fazlaya denk geldiği ileri sürülmektedir. Eğer sermaye hareketlerinde bir fazlalık olmasaydı cari açık zaten gerçekleşmezdi. Oysa burada incelenmesi gereken cari açığın yol açtığı borç artışının finanse ediliş biçimidir. Bu konudaki ikinci sav ise Türkiye'de cari açık diye bir

sorunun olmadığı; söz konusu açığın Avrupa Birliği yolunda sayılması gereken bir gelişme olduğu savıdır. Bu görüşe göre AB'ne üyelik amaçlı müzakereler Türkiye ekonomisinin uluslararası piyasalardaki güvenilirliğini ve cazibesini artırmaktır. Böylelikle Türkiye'ye doğrudan sermaye girişleri hızlanmakta ve ulusal ekonominin yatırım temposu yükselmektedir. Söz konusu dış kaynak, ithalat hacmini de kamçulamakta ve cari işlemler açığına yol açmaktadır. Ancak kalıcı ve uzun vadeli döviz girişlerine dayandığı için bu konu sorun teşkil etmemektedir, AB ile müzakerelerini tamamlayan yeni üyeler için de aynı durum söz konusudur<sup>207</sup>.

**Tablo 12**

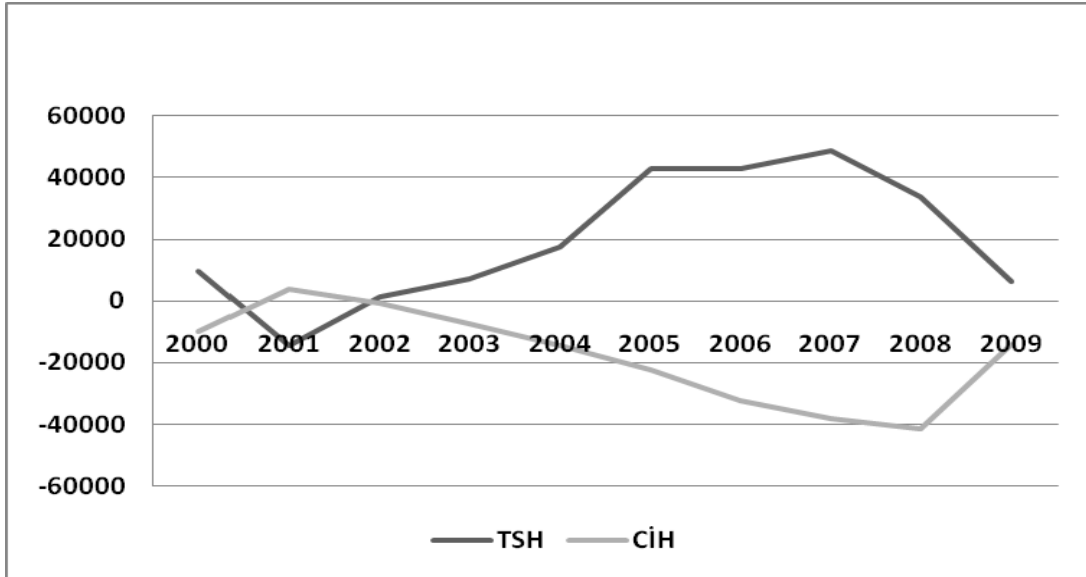
**Cari Açığın Finansmanı ve Seçilmiş Parametrelerin Gelişimi (Milyon Dolar)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Cari İşlemler Hesabı	3,392	-1,524	-8,036	-15,604	-22,824	-31,316
Finans Hesabı	-14,557	1,194	7,192	17,752	43,682	44,677
Yurtdışında Doğrudan Yatırım	-497	-175	-499	-859	-1,078	-934
Yurtiçinde Doğrudan Yatırım	3,352	1,137	1,752	2,883	9,804	19797
Yerleşiklerin Yurtdışında Portföy Yat.	-788	-2,096	-1,386	-1,388	-1,233	-4353
Yabancıların Türkiye'de Portföy Yat.	-3,727	1,503	3,851	9,411	14,67	11402
Diğer Yatırımlar Dengesi	-12,897	825	3,474	7,705	21,51	18765
Yabancı. Port. Yat.+ Net Hata ve Noksan	-5,486	1,621	8,792	11,605	17,012	8,666
Finans Dengesi + Net Hata ve Noksan	-16,316	1,312	12,133	19,946	46,024	41,941
Net Hata ve Noksan	-1,759	118	4,941	2,194	2,342	-2736
Rezerv Hareketleri	12,924	212	-4,097	-4,342	-23,2	-10,625
Toplam Dış Borç Stoku	113,593	130,005	144,839	162,231	170,529	206.471
Kısa Vadeli Dış Borç Stoku	16,403	16,424	23,013	32,569	38,247	43,322
KVDBS/MB Brüt Döviz Rez.(%)	87	61	68	90	79	74
Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri	18,892	27,006	33,724	36,006	48,32	58,332
Cari Açık/GSMH (%)	2,7	-0.8	-3.4	-5.2	-6.3	-7.8
Cari Açık/MB' sı Brüt Rezervleri (%)	18.0	-5.6	-23.8	-43.3	-47.2	-53.7

**Kaynak:** B. Ali Eşiyok, "Türkiye Ekonomisinde Cari İşlemler Açığı", **Mülkiye Dergisi**, Bahar 2008, cilt.17, sayı.258, Nisan 2008, Ankara.s.108. Kısaltmalar: KVDBS: Kısa Vadeli Dış Borç Stoku.

<sup>207</sup> Yeldan, "2001 Krizi Sonrasında Türkiye: Dış Borçlanma ve Spekülasyona Dayalı Büyüme Çözülürken", ss. 163-164.

Finansal serbestlik öncesi dönemde ekonomik büyümenin yol açtığı cari açığın finansmanı sermaye girişine, bu bağlamda dış borçlanmaya kapıyı aralarken, serbestlik sonrasında sermaye girişi ekonomik büyümeyi yönlendirmekte ve buna bağlı olarak cari açık oluşmaktadır. Para ve kur politikalarının yanı sıra maliye politikasının değişken/araç olduğu yeni büyüme sürecinde dış kaynak girişi belirleyici değişken olduğu için, pozitif büyümenin sağlanması doğrultusunda sürekli olarak dış finansman gerekli olmakta, bağlı olarak dış borçlanma ivme kazanmaktadır. Böylece finansal birikim rejiminde dış finansman/borçlanma cari açığın finansman ihtiyacını karşılamının ötesinde işlemlere sahip olmakta, bu bağlamda model uyarınca rezerv birikimine katkıda bulunmanın yanı sıra spekülatif hareketleri beslemekte, bu nedenle rant ekonomisinin belirleyici değişkenleri arasında yer almaktadır. 80’li ve 90’lı yıllarda cari açık uzun ve kısa vadeli dış kredi ile rezervler kullanılarak finanse edilmiş, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları düşük düzeylerde kalmıştır<sup>208</sup>. 2000’li yıllarda ise cari açığın finansmanında doğrudan yabancı yatırımların ve uzun vadeli kredilerin payı artmıştır.



**Grafik 7:** Toplam Net Sermaye Akımları ve Cari İşlemler Hesabı

**Kaynak :** TCMB verilerinden hareketle oluşturulmuştur. <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

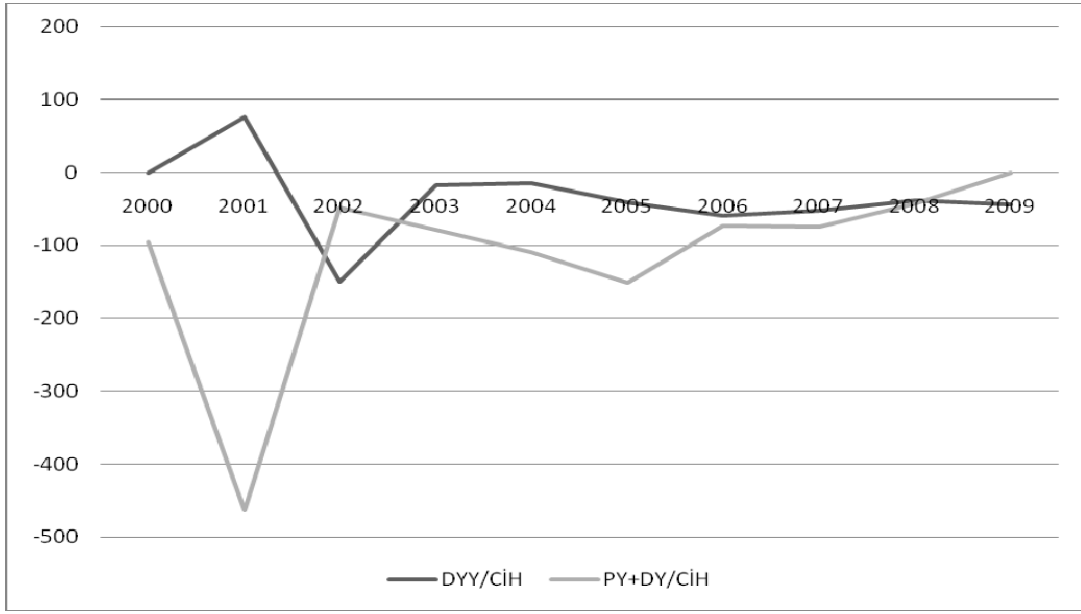
<sup>208</sup> Sinan Sönmez, “Yetmiş Sent’ten günümüze: Dış borçlanmada ne değişti?”, Hasan Hüseyin Doğan, Levent Gökdemir (Ed.), **Ulusal Bağımsızlık için Türkiye İktisat Politikaları Kurultayı Kitabı**, Malatya: İnönü Üniversitesi Basımevi, Ağustos 2006, ss.134-140.



Sermaye hareketlerinin denetlendiği, yani yerli firma, banka ve rantiyelerin dıştan borçlanmalarının veya yurt dışına kaynak transferlerinin kısıtlı olduğu; yabancıların kısa vadeli TL kağıtlarına plasman yapmalarının olanaksız olduğu dönemlerde, ekonominin kısa dönemli hareketlerinin başlangıç noktası ulusal ekonominin içindedir. Kamu harcamalarındaki veya vergilerdeki değişimler, iç talebi doğrudan doğruya etkiler. Merkez Bankası'nın para politikasındaki değişimler özel kesimin veya bireylerin yatırım, tüketim harcamaları üzerinde etkili olur. Döviz kuru hareketlerini etkileyen politikalar, ihracata dönük veya ithalata rakip üretim kollarının genişlemesini, daralmasını etkiler. Nihayet, girişimciler kendiliğinden iyimserliğe, kötümserliğe sürüklenip yatırımlarını yükseltir, azaltırlar. Zaman zaman da bireylerin tüketim alışkanlıklarında otonom oynamalar; artış veya gerilemeler meydana gelir. İç talebi genişleten veya daraltan bu değişimler, öncelikle dış ticaret, dolayısıyla da cari işlem dengesini etkiler. Talep genişlemesi halinde cari işlem açığı büyür; artan açığın finansman gereksinimi yabancı sermaye girişlerini (özellikle dış borçlanmayı) gerekli kılar. 1989 öncesinde genişleme konjonktürü içerisindeyken Türkiye ekonomisinin kısa dönemli uyum mekanizması işleyiş biçimini, talep genişlemesi (büyüme) → cari açık → sermaye girişleri şeması özetlemektedir<sup>209</sup>. 2000 li yıllarda ise bu durum sermaye girişleri → cari açık → büyüme halini almıştır.

---

<sup>209</sup> Korkut Boratav, **Türkiye İktisat Tarihi**, 11. Baskı, Ankara: İmge Kitabevi, Eylül 2007, s.193.



**Grafik 8 : Doğrudan Yatırımlar Portföy Yatırımları ve Diğer Yatırımların Cari Açıkları Karşılama Oranları**

**Kaynak:** TCMB, verilerinden hareketle oluşturulmuştur. <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

#### 4.2.2.4.1. Cari Açığın Finansmanında Doğrudan Yabancı Yatırımlar

80'li ve 90'lı yıllarda doğrudan yabancı sermaye miktarında yıldan yıla önemli sayılabilecek önemli değişimler görülmemektedir. Mali krizlerin yaşandığı 1994 ve 2001 yıllarında bile doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında belirgin bir azalma olmamıştır. Çünkü doğrudan yabancı yatırım uzun vadeli beklentilere göre hareket etmektedir ve kısa dönemdeki olumsuz gelişmeler karşısında bu yatırımların likidite edilip dışarıya çıkarılması çok güçtür<sup>210</sup>. 2004 yılında itibaren ise doğrudan yabancı yatırımlar da önemli miktarda artışlar yaşanmıştır.

<sup>210</sup> Seyidoğlu, "Türkiye'de Yabancı Sermaye ve Dış Ödemeler Bilançosu Sorunu", s.157.

**Tablo 13****Cari Açığın Doğrudan Yabancı Yatırımlarla Finansmanı (Milyon Dolar)**

Yıllar	CİH	DYYY	DYYN	DYYY/ CİH(%)	DYYN/ CİH (%)
1992	-974	844	779	87	80
1993	-6433	636	622	10	10
1994	2631	608	559	-	-
1995	-2339	885	772	38	33
1996	-2437	722	612	30	25
1997	-2638	805	554	31	21
1998	2000	940	573	-	-
1999	-925	783	138	85	15
2000	-9920	982	112	10	1
2001	3760	3352	2855	-	-
2002	-626	1082	939	173	150
2003	-7515	1751	1252	23	17
2004	-14431	2785	2005	19	14
2005	-22198	10031	8967	45	40
2006	-32193	20185	19261	63	60
2007	-38311	22047	19941	58	52
2008	-41946	18269	15720	44	37
2009	-14410	8403	6850	58	48
2010	-32479	5202	3966	16	12

**Kaynak** : TCMB verilerinden hareketle oluşturulmuştur.

<http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html> (-) değerler anlamsızdır. Kısaltmalar:

DYYY: Yurt içinde Doğrudan Yabancı Yatırımlar, DYYN: Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar.

Tablo 13 incelendiğinde 1992 yılında cari açığın % 80'inin, 1993 yılında ise %10'unun doğrudan yabancı yatırımlar tarafından karşılandığı görülmektedir. 1994,1998,2001 yıllarında cari işlemler hesabı fazla vermiş, cari işlemler hesabının açık verdiği yıllar ise dalgalı bir seyir göstermiştir. Doğrudan yabancı yatırım girişleri baz alındığı takdirde, 1992–2010 yılları arasında gerçekleşen toplam 221 milyar dolarlık cari açığın %45'i, yani 100 milyar doları, doğrudan yatırımlar tarafından finanse edilmiştir. Net değerler üzerinden aynı dönem için birikimli toplamda 86 milyar dolarlık doğrudan yabancı yatırım girişi gerçekleşmiş ve cari açığın %39'unun finansmanını sağlayacak değere ulaşmıştır.

#### 4.2.2.4.2. Cari Açığın Finansmanında Portföy Yatırımlar ve Diğer Yatırımlar

Doğrudan yabancı sermaye dışında kalan portföy yatırımları ile diğer yatırımların arttığı yıllarda cari işlemler açığı büyürken, azaldığı yıllarda açıklar düşmüş, hatta ekonominin daralması dolayısıyla cari işlemler bilançoları fazlalık vermiştir. Nitekim 1994 ve 2001 kriz yıllarında cari işlemler bilançosu fazla vermiştir<sup>211</sup>. 2001 yılında sermaye girişleri neticesinde artan likiditenin faizlerde büyük düşüş meydana getirmesi ve böylelikle artan harcama ve kredi talebi, bu canlanmayla ithalat talebinin artış göstermesi, öte yandan da enflasyon oranlarının hedeflenenin üstünde gerçekleşmesinden kaynaklanan TL'deki reel değerlendirme gibi nedenlerle cari açığın GSMH'nin %4.8'ine yükselmesi, uygulanan programın sürdürülebilirliği konusunda yabancı spekülâtorleri şüpheye itmiştir<sup>212</sup>.

Kısa vadeli sermaye hareketleri ulusal mali sistemin kırılganlığını artırmakta; cari işlemler dengesinde dalgalanmalar yaratmakta ve spekülâtif/rantiyer faaliyetleri besleyerek, giderek gelir bölüşümünü bozucu bir etki yaratmaktadır<sup>213</sup>.

---

<sup>211</sup> Halil Seyidoğlu, "Türkiye'de Yabancı Sermaye ve Dış Ödemeler Bilançosu Sorunu", s.258.

<sup>212</sup> Gülsüm Akalın ve Ayhan Uçak, "Ekonomik Krizlerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Rolü ve IMF'nin Kriz Yönetimi", **Öneri Dergisi**, Cilt.7, Sayı.27, (Ocak 2007), s.261.

<sup>213</sup> Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, s.141.

**Tablo 14****Cari Açığın Portföy Yatırımlarıyla Finansmanı (Milyon Dolar)**

Yıllar	CİH	PYY	PYN	PYY/ CİH (%)	PYN/ CİH (%)
1992	-974	3165	2411	325	248
1993	-6433	4480	3917	70	61
1994	2631	1123	1158	-	-
1995	-2339	703	237	30	10
1996	-2437	1950	570	80	23
1997	-2638	2344	1634	89	62
1998	2000	-5089	-6711	-	-
1999	-925	4188	3429	453	371
2000	-9920	1615	1022	16	10
2001	3760	-3727	-4515	-	-
2002	-626	1503	-593	240	-
2003	-7515	3851	2465	51	33
2004	-14431	9411	8023	65	56
2005	-22198	14670	13437	66	61
2006	-32193	11402	7373	35	23
2007	-38311	2780	717	7	2
2008	-41946	-3770	-5046	-	-
2009	-14410	2938	196	20	1
2010	-32479	15445	13461	48	41

**Kaynak :** TCMB verilerinden hareketle oluşturulmuştur.

<http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html> (-) değerler anlamsızdır.

Kısaltmalar: PYYY: Portföy Yatırımlar Yükümlülükler, PYYN:

Net Portföy Yatırımları.

Cari açıkların finansmanında portföy yatırımlarının yıllar itibariyle seyri oldukça dalgalı olmuştur. 1992 ve 1999 yıllarında portföy yatırımları, gerçekleşen cari açıkların iki katından daha fazla finansman imkanı sunmakla birlikte, 2008 yılında negatif değerler alması istikrarsız bir finansman kaynağı olduğunu göstermektedir. 1992-2010 dönemi için birikimli toplamda 68 milyar dolarlık portföy yatırımı girişi gerçekleşmiş, net portföy yatırımı ise 43 milyar dolar seviyesinde olmuştur. Bu dönemde portföy yatırımları cari açıkların net değerler için %19'unu, portföy yatırımı girişleri için %31'ini finanse edebilmektedir. Dönem içerisinde CİH ile portföy yatırımları arasındaki ilişkinin diğer sermaye hareketlerine göre daha düşük seviyede olduğu görülmektedir.

**Tablo 14****Cari Açığın Finansmanında Dış Borçlanma (Milyon Dolar)**

Yıllar	CİH	KAMUY	OZELY	KAMUN	OZELN	OZELY/ CİH (%)	OZELN/ CİH (%)
1992	-974	-1390	4286	-1354	1812	440	186
1993	-6433	-1141	8796	-1201	5565	137	87
1994	2631	-1600	-6797	-1618	-4356	-	-
1995	-2339	-575	4514	-677	4233	193	181
1996	-2437	-853	4823	-970	5271	198	216
1997	-2638	-430	6961	-528	5309	264	201
1998	2000	-1084	7846	-1179	6477	-	-
1999	-925	-2163	5729	-2261	3523	619	381
2000	-9920	736	9653	737	7713	97	78
2001	3760	-1242	-11054	-1281	-11616	-	-
2002	-626	667	936	637	189	150	30
2003	-7515	-1697	6158	-1725	5200	82	69
2004	-14431	-1372	16029	-1396	9070	111	63
2005	-22198	-2952	23786	-2968	23224	107	105
2006	-32193	-1980	31472	-1980	18035	98	56
2007	-38311	-1368	34270	-1366	29415	89	77
2008	-41946	-49	33857	-47	22920	81	55
2009	-14410	702	-7705	704	2781	-	-
2010	-32479	2376	12609	2378	20109	39	62

**Kaynak** : TCMB verilerinden hareketle oluşturulmuştur. <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

(-) Değerler anlamsızdır.

Dış borçlanmanın cari işlemler hesabının finansmanı konusunda etkisi tablo 14’de görülmektedir. Tablodaki KAMUY değeri merkez bankası ve hükümetin dış borçlanma rakamlarını, OZELY ise bankalar ve diğer özel kesimin borçlanmasını göstermektedir. KAMUN ve OZELN ise net değerleri yansıtmaktadır. Tablo incelendiğinde özel sektör borçlanmasının cari açıkların finansmanında önemli bir yeri olduğu görülmektedir. Dönem için birikimli toplamda özel sektör borçlanması 186 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve cari açıkların %84’ünü karşılayabilecek düzeye ulaşmıştır. Net değerler açısından ise 154 milyar dolarlık bir özel sektör borçlanması cari açıkların %69’unu finanse edebilecek düzeydedir.

## 5. CARİ İŞLEMLER HESABI VE SERMAYE HAREKETLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

Tezin ekonometrik uygulamasındaki temel amaç; cari işlemler hesabında meydana gelen açıkların, yabancı sermaye hareketleri ve borçlanma ile olan ilişkisini çoklu regresyon modeli ile ortaya koymaktır.

Ekonometrik uygulamada kullanılan değişkenler olarak, cari işlemler hesabı (CIH), doğrudan yabancı yatırım girişleri (YDY) , portföy yatırımı girişleri (PHY), özel sektör borçlanması (BORCOZEL), kamu borçlanması (BORCKAMU) olarak seçilmiştir. Ekonometrik analiz periyodu, [1992:Q1-2010:Q3] dönemi olup üç aylık veriler kullanılmıştır. Veriler için TCMB (EVDS) veri tabanından yararlanılmıştır.

Değişkenler için ödemeler bilançosunun doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımları kalemlerinin yükümlülükler kısmı kullanılmıştır. Özel sektör borçlanması diğer yatırımlar yükümlülükler kaleminin bankalar, diğer sektörler başlıkları; kamu borçlanması ise merkez bankası, genel hükümet başlıklarının toplanması ile elde edilmiştir. Veriler milyon dolar olarak ve düzey değerlerinde kullanılmıştır.

Bu çalışmada iktisadi açıdan bakıldığında portföy yatırımları ve kamu borçlanmasının cari işlemler hesabı üzerine etki etmediği, fakat ilk olarak yabancıların doğrudan yatırımlarının, sonrasında özel sektör borçlanmasının cari işlemler hesabının finansmanı konusunda önemli bir katkısının olduğu görülmektedir.

1992:Q1 ve 2010:Q3 dönemleri arası, en küçük kareler metodunun uygulandığı model şu şekilde tahmin edilmiştir:

$$CIH = -544,03 - 0,99(YDY) - 0,15(PHY) - 0,42(BORCOZEL) - 0,90(BORCKAMU)$$

Modelde -544,03 sayısı sabit terim katsayısını ifade etmektedir. Katsayının negatif olması ters yönlü olduğunu gösterir. Modelde görüldüğü üzere doğrudan yabancı yatırımlar ile cari işlemler hesabı kuvvetli ve ters yönlü bir ilişki içindedir.

Aynı şekilde özel sektör borçlanması ile cari işlemler hesabı arasında da kuvvetli ve ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Modelde portföy yatırımları ve kamu borçlanması değişkenlerinin katsayıları anlamsız çıkmış, cari işlemler hesabı ile ilişkilerinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

**Tablo 1**  
**Cari İşlemler Hesabı Ve Sermaye Hareketleri Arasında Kurulan Modele İlişkin**  
**Denklem Sonucu**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-544.0327	317.2757	-1.714700	0.0908
YDY	-0.994306	0.139043	-7.151071	0.0000
PHY	-0.153603	0.103081	-1.490125	0.1407
BORCOZEL	-0.428320	0.068731	-6.231836	0.0000
BORCKAMU	-0.903050	0.513990	-1.756940	0.0833
R-squared	0.736749	Mean dependent var		-2891.667
Adjusted R-squared	0.721706	S.D. dependent var		3984.943
S.E. of regression	2102.198	Akaike info criterion		18.20370
Sum squared resid	3.09E+08	Schwarz criterion		18.35819
Log likelihood	-677.6386	Hannan-Quinn criter.		18.26539
F-statistic	48.97657	Durbin-Watson stat		1.591525
Prob(F-statistic)	0.000000			

Doğrudan yabancı yatırımlardaki %1’lik bir değişme, cari işlemler hesabını %0,99 oranında ve ters yönlü değiştirmektedir. Özel sektör borçlanmasındaki %1’lik bir değişme ise cari işlemler hesabını %0,42 oranında ve ters yönlü değiştirmektedir. Cari işlemler hesabında eğer açık meydana geliyorsa bu açığın dış finansman ile karşılanması beklenir. Ülke ekonomisinde ödemeler dengesine baktığımızda cari işlemler hesabını finanse eden taraf bir alt kalemdeki sermaye ve finans hesabıdır. Çalışmadaki amaç cari işlemler hesabı finansmanında modelimizde bulunan değişkenlerden hangisinin rolünün daha yüksek olduğunu anlamaktır. Görüldüğü gibi

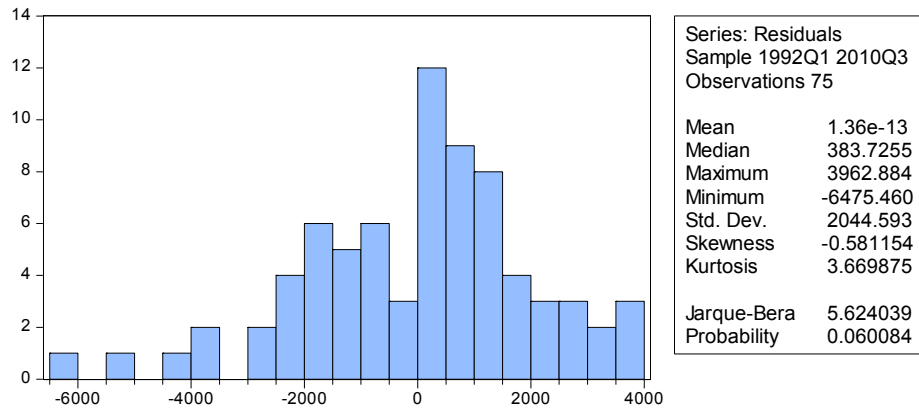


sırasıyla doğrudan yabancı yatırımlar ve özel sektör borçlanmasının cari açıkların ana kaynakları olduğu anlaşılmaktadır.

Modelde görüldüğü üzere doğrudan yabancı yatırımlar ile özel sektör borçlanma değişkenleri katsayıları anlamlı iken portföy yatırımları ve kamu borçlanması değişkenlerinin katsayıları anlamsızdır. Öte yandan modelin anlamlılığına baktığımızda, Prob(F-statistic) değeri sıfır olduğundan model anlamlı çıkmıştır.

R2 değeri 0.73 çıkmıştır. Modelde bulunan bağımsız değişkenler cari işlemler hesabındaki değişimleri %73 oranında açıklamaktadır. Modelde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken olan cari işlemler hesabını açıklama derecesi düşük değildir.

Modele ilişkin gerçekleştirilen varsayım sınamaları ve yorumları ise şu şekildedir:



**Grafik 1. Modelin Jarque-Berra Test Sonucu**

Modelde hata terimlerinin normal dağılması varsayımı için Jarque Bera Testi uygulanmıştır. Grafikte görüldüğü üzere J.B' test istatistiğine ait prob.(olasılık) değeri 0.06 olarak bulunmuştur. Bu değer  $p > 0.05$  olduğu için modelde hata terimi u'lar normal dağılım göstermektedir.

**Tablo 2**  
**Modele İlişkin Breusch-Godfrey LM Test Sonucu ( 1 gecikme)**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	3.595913	Prob. F(1,69)	0.0621
Obs*R-squared	3.714996	Prob. Chi-Square(1)	0.0539

**Tablo 3**  
**Modele İlişkin Breusch-Godfrey LM Test Sonucu ( 2 Gecikme)**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.802820	Prob. F(2,68)	0.1726
Obs*R-squared	3.776560	Prob. Chi-Square(2)	0.1513

Otokorelasyon sınamalarında Breush-Godfrey LM testi sırasıyla 1 ve 2 gecikme için gerçekleştirilmiştir. Her iki gecikme uzunluğunda da prob.(olasılık) değeri 0,05 den büyük çıkmış, modelde otokorelasyonun varlığına rastlanmamıştır.

**Tablo 4**  
**Modele İlişkin Heteroskedasticity Harvey Test Sonucu**

Heteroskedasticity Test: Harvey

F-statistic	2.123798	Prob. F(4,70)	0.0869
Obs*R-squared	8.116924	Prob. Chi-Square(4)	0.0874
Scaled explained SS	7.343277	Prob. Chi-Square(4)	0.1188

**Tablo 5**  
**Modele İlişkin Heteroskedasticity ARCH Test Sonucu**

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.155079	Prob. F(1,72)	0.2861
Obs*R-squared	1.168420	Prob. Chi-Square(1)	0.2797

Kurulan modelin hata terimlerinin farklı varyansa sahip olması durumunda EKK katsayıları sapmasız, tutarlı fakat etkin değildir. Buna bağlı olarak sabit varyans sınaması için gerçekleştirilen Harvey ve ARCH testlerine ait F istatistik olasılık değerleri de 0,05 den yüksek çıkmış ve sabit varyans varsayımı kanıtlanmıştır.

## SONUÇ

Türkiye 2003 yılından itibaren hem yüksek oranlı yabancı sermaye girişlerine, hem de büyük miktarlarda cari açıkların yaşandığı bir döneme tanıklık etmiştir. 1980 yılından itibaren ülkenin dışa açılma politikalarının bir sonucu olarak, Cumhuriyet tarihinde daha önce görülmemiş boyutlarda gerçekleşen bu iki ekonomik olgunun, kısa ve uzun vadede gerçekleşebilecek etkileri üzerine daha fazla düşünülmesi gerekmektedir.

Türkiye’de son dönemde yabancı sermaye yatırımları artarken cari işlemler hesabının yüksek oranlı açıklar vermesi, yabancı sermaye yatırımları-cari denge ilişkisinin tartışılmasına yol açmıştır. Cari işlemler hesabında meydana gelen açıkların dış finansmanla karşılanması gerektiği, çalışmanın dayandığı temel ilkedir. Ancak cari işlemler hesabında gerçekleşen açıkların borçlanmadan mı yoksa yabancı sermaye yatırımlarından mı kaynaklandığı üzerine iktisatçılar arasında tartışmalar devam etmektedir. Bu çalışmada, cari açıkların finansmanında doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve dış borçlanmadan (özel sektör ve kamu) hangilerinin daha etkili olduğunu tespit etmek adına 1992Q1-2010Q3 dönemini kapsayan zaman aralığı için çoklu regresyon modeli kurulmuştur.

Bu amaçla oluşturulan modelde, cari açıkların finansmanında en önemli etkenin doğrudan yabancı sermaye yatırımları olduğu görülmüştür. Özel sektörün dış aleme borçlanması da ele alınan dönem içerisinde oldukça yüksek miktarlarda gerçekleşmiş olmakla birlikte, cari işlemler hesabı ile olan ilişkisi, doğrudan yabancı yatırımlara göre daha düşük bulunmuştur. Portföy yatırımları ve kamu kesiminin dışarıdan borçlanması ile cari işlemler hesabı arasında anlamlı bir ilişki görülmemiştir.

Dönem içerisinde cari işlemler hesabında meydana gelen toplam açık 221 milyar dolar seviyesindedir. Yükümlülük kalemleri temel alındığında doğrudan yabancı yatırımlarda 100 milyar dolarlık, portföy yatırımlarında 68 milyar dolarlık ve özel sektör borçlanmasında 186 milyar dolarlık bir giriş yaşanmıştır. Kamu sektörü borç kaleminde ise 15 milyar dolarlık bir azalma görülmektedir. Merkez Bankası rezerv varlıklarda aynı dönemde 66 milyar dolarlık bir artış yaşanmıştır. Net değerler

(varlıklar+yükümlülükler) üzerinden değişkenler incelendiğinde ise aynı dönem için doğrudan yabancı yatırım girişi 86 milyar dolar, portföy yatırımlar 43 milyar dolar ve özel sektör borçlanması da 154 milyar dolardır. Kamu borçlanması bu dönem için -16 milyar dolar düzeyindedir.

Kurulan modele paralel olarak 1992Q1-2010Q3 döneminde gerçekleşen toplam cari açıkların önemli bir kısmının doğrudan yabancı yatırımlar ve özel sektör borçlanması ile karşılandığı görülmektedir. Özel sektör borçlanmasının rakamsal büyüklüğüne rağmen cari açıkların finansmanında daha düşük etkiye sahip olması, rezerv varlıklar ile açıklanabilir. Dönem içerisinde rezerv varlıklarda meydana gelen artışın özel sektör borçlanmasından kaynaklandığı anlaşılmaktadır.

Cari işlemler hesabının etkileyenleri ve sürdürülebilirliği üzerine son dönemde gerçekleştirilen çalışmaların sayısı artmıştır. Burada farklı sonuçlara ulaşan incelemelerin birçoğuna değinmekte fayda vardır. Erinç Yeldan Türkiye'nin göreceli olarak krizden çıktığı 2003 yılı sonrası ile küresel krizin başlangıç yılı olan 2008 yılları arasında baz aldığı incelemesinde; cari işlemler açığının finansmanında ana kaynağın özel sektör borçlanması ve portföy yatırımları olduğunu söylemektedir<sup>214</sup>.

Şakir Görmüş cari açıkların sürdürülebilirliği üzerine gerçekleştirdiği çalışmasında, 2002 yılından itibaren gerçekleşen cari açıkların finansmanında ağırlıklı olarak portföy yatırımları ve diğer yatırımların kullanıldığını vurgulamaktadır<sup>215</sup>.

Akçay ve Uçer'in çalışmalarında ise cari açık problemi ve sürdürülebilirliği, daha önceki dönemlerde krizlere neden olan cari açıkların yapısı dikkate alınarak karşılaştırılmaktadır. Çalışmada son dönemde var olan cari açıkların finansmanında borçlanmadan çok doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının etkili olduğu bulunmuştur

216

<sup>214</sup> Erinç Yeldan, "Türkiye Ekonomisinde Dış Açık Sorunu ve Yapısal Nedenleri", Turan Subaşat ve Hakan Yetkiner (Ed.), **Küresel Kriz Çerçevesinde Türkiye'nin Cari Açık Sorunsalı** içinde (33-46), İzmir: EfilYayınevi, 2010, s.36.

<sup>215</sup> Şakir Görmüş, "Türkiye'de Cari Açığın Sürdürülebilirliğinin Sinyal Yaklaşımı Metodu ile Test Edilmesi", Turan Subaşat ve Hakan Yetkiner (Ed.), **Küresel Kriz Çerçevesinde Türkiye'nin Cari Açık Sorunsalı** içinde (82-96), İzmir: EfilYayınevi, 2010, s.92.

<sup>216</sup> Cevdet Akçay, Murat Üçer, "Will history repeat itself? An Assessment of Turkish Current Account Trends and Prospects", **Economic Research Forum Working Paper Series**, TUSIAS-Koç University Economic Research Forum, May İstanbul. s.33. [http://www.ku.edu.tr/files/eaf/CAD\\_Paper\\_February2006Final.pdf](http://www.ku.edu.tr/files/eaf/CAD_Paper_February2006Final.pdf)

Güloğlu, İspir ve Seymen'in Türkiye'de cari açıkların sürdürülebilirliğini etkileyen temel makro ekonomik göstergeleri 1991–2007 yılları için inceledikleri çalışmalarında, cari açıkların sürdürülebilirliğini olumlu yönde etkileyen temel makro ekonomik değişkenin doğrudan yabancı sermaye yatırımları olduğu gözlemlenmektedir<sup>217</sup>.

Kula, doğrudan yabancı yatırımların yurtiçi yatırımlar ve büyüme üzerinde finansal sermaye hareketlerinden daha etkili olduğu sonucuna varmıştır<sup>218</sup>.

Aslanoğlu ise, DYY'lerin ekonomik büyümeye katkı yapmadığı sonucuna ulaşmıştır<sup>219</sup>.

Cari açığın finansmanının araştırıldığı bu inceleme Gülaoğlu, İspir, Seymen ve Akçay, Uçer'in çalışmaları ile paralellik göstermektedir. Daha önceki çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşılmış olmasının sebebi kurulan modellerin, inceleme metodunun veya ele alınan zaman aralıklarının farklı olmasından kaynaklanmaktadır.

Son yıllarda benimsenen ihracata dayalı büyüme modelinin ithalatı artırarak dış ticaret dengesinde, dolayısıyla cari işlemler hesabında yüksek oranlı açıklar meydana getirdiği görülmüştür. Bu durumun oluşmasında yalnızca yürütülen ekonomi politikası değil, TCMB'nin uyguladığı aşırı değerli TL politikasının da etkisi olmuştur. Değerlenen TL, ihracatı zorlaştırıp, ithalatı kolaylaştırarak dış ticaret dengesinde yaşanan bozulmayı artırmaktadır.

Yabancı sermaye yatırımlarının cari açığa, cari açığın da büyümeye neden olduğu; buna bağlı olarak, büyümenin koşulunun yabancı sermaye girişinin sürdürülmesi olduğu görülmektedir. Cari açığa sebep olan yabancı sermaye girişi, dolaylı olarak büyümeyi de etkilemektedir. Sonuç olarak yüksek cari açıklar, doğrudan yabancı yatırımlar ve özel sektör borçlanmasının tetiklediği bir olgudur ve sürdürülmesinde kısa dönemde bir sorun yaşanması beklenmemektedir. Türkiye, yüksek

---

<sup>217</sup> Bülent Güloğlu, Serdar İspir ve Dilek Seymen, "Türkiye'de Cari Açıkların Sürdürülebilirliğini Etkileyen Temel Makro Ekonomik Göstergeler" Turan Subaşat ve Hakan Yetkiner (Ed.), **Küresel Kriz Çerçevesinde Türkiye'nin Cari Açık Sorunsalı** içinde (136-148), İzmir: EfilYayınevi, 2010, s.146.

<sup>218</sup> Ferit Kula, "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler", **Cumhuriyet Üniversitesi İİBF Dergisi**, Yıl.2003, Cilt.4, Sayı.2, ss.141-154.

<sup>219</sup> Erhan Aslanoğlu, "The Structure and the Impact Foreign Direct Investment in Turkey", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt.17, Sayı., ss.31-51.

oranlı büyüme hedeflerini gerçekleştirebilmesi için cari açığa katlanmak ve yabancı sermaye girişlerini artırmak zorundadır. Yalnız burada kısa vadeli sermaye hareketlerinden çok, doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girişinin teşvik edilmesine yönelik ekonomik ve siyasal tedbirlerin gerekliliği görülmektedir.

## KAYNAKÇA

### *Kitaplar*

- Adda, Jacques. **Ekonominin Küreselleşmesi**. Sevgi İnceci (çev.). 5. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları, 2008.
- Acar, Musatafa. **Piyasa Develet Ve Müdahale**. 1. Baskı. Ankara: Orion Yayınevi, Ekim 2005.
- Aktan, Coşkun Can ve İstiklal Y. Vural. **Yeni Ekonomi Ve Yeni Rekabet**. Ankara: Ajans Türk Basın ve Basım Aş., Aralık 2004.
- Allen, Roy G. D. **Statics for Economists**. UK: Mc-Millan,1964.
- Alp, Ali. **Finansın Uluslararasılaşması**. İstanbul: Yapıkredi Yayınları, Nisan 2000.
- Aslanoğlu, Erhan. "Türkiye'nin Yabancı Sermaye Çekmede Etkinlik Arayışları". İbrahim Öztürk (Ed.), **Türkiye'nin Küreselleşmesi, Fırsatlar ve Tehditler**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2008, ss.85-104.
- Aydın, M. Kemal. **Sermayenin Küreselleşmesi**. Birinci Baskı. İstanbul: Değişim Yayınları, 2003.
- Aydın, Süleyman. **Küreselleşme Sürecinde Türkiye'nin Ekonomik Güvenliği**. Ankara: Adalet Yayınevi, 2009.
- Barmaz, Nihat ve Sevinç Tekeli. **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri**. Denizli: Ekin BasımYayın Dağıtım, 2009.
- Boratav, Korkut. "Türkiye'nin Dış Açığı, Gümrük Birliği ve Döviz Kurları". **Küresel Kriz Çerçevesinde Türkiye'nin Cari Açık Sorunsalı**. Turan Subasat ve Hakan Yetkiner (Ed.). Ankara: Efil Yayınevi, 2010.
- Boratav, Korkut. **Türkiye İktisat Tarihi**. 11. Baskı. Ankara: İmge Kitapevi, Eylül 2007.
- Chang, Ha-Joan. **Kakınma Yeniden**. (çev.) Emre Özçelik. 1. Baskı. Ankara: İmge Kitabevi, Nisan 2005.
- Chen, Jhon-Ren. **Foreign Direct Investment**. New York: Palgrave Publisher, 2000.
- Coşkun, Recai, **Küreselleşme Türkiye Eksenli Analizler**. 1. Baskı. İstanbul: Beta Basım Yayım A.Ş., Mayıs 2002.



- Çalışkan, Ömer Veysel. "Türkiye'de Dış Finansman Sorunlarının Tarihsel Gelişim". **İktisat Seçme Yazılar**. Şiir Yılmaz ve A. Hakan Çermikli (Ed.). Ankara: Hazar Reklam Matbaacılık Sanayi, 2003, ss.255-285.
- Çelik, Kenan. **Uluslararası İktisat**. 4.Baskı. Trabzon: Murathan Yayınevi, 2008.
- Çoban, Yasin. **Türkiye Ekonomisi**. İstanbul: Yaylacık Matbaası, 2007.
- Dumludağ, Devrim. "Yabancı Sermayenin Kalitesi ve Kurumların Etkisi". İbrahim Öztürk (Ed), **Türkiye'nin Küreselleşmesi, Fırsatlar ve Tehditler**. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2008, ss.105-118.
- Ekinci, Alper. **Çin Yabancı Sermaye Türkiye**. Ankara: Turhan Kitabevi, 2005.
- Enç, Ercan. "Dış Ticaret, Cari Açık ve Kriz". Şiir Yılmaz ve Hakan Çermikli (Ed.). **İktisat Seçme Yazılar**. Ankara: Hazar Reklam Matbaacılık Sanayi, 2003, ss.129-139.
- Eğilmez, Mahfi ve Ercan Kumcu. **Ekonomi Politikası Teori Ve Türkiye Uygulaması**. 11. Basım. İstanbul: Remzi Kitabevi, Mayıs 2007.
- Ekzem, Nazif. "1980-2005 İç-Dış Borçlanma Tercihleri". Hasan Hüseyin Doğan ve Levent Gökdemir (Ed.). **Ulusal Bağımsızlık İçin Türkiye İktisat Politikaları Kurultayı Kitabı**. Malatya: İnönü Üniversitesi Basımevi, Ağustos 2006, ss.176-198.
- Eren, Aslan. **Türkiye Ekonomisi**. Yenilenmiş 3. Baskı. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, Şubat 2010.
- Ertuna, Özer. **Yeni Yüzyılın Eşiğindeki Türkiye Ekonomisi**. İstanbul: Mat Matbaacılık, 2007.
- Görmüş, Şakir. "Türkiye'de Cari Açığın Sürdürülebilirliğinin Sinyal Yaklaşımı Metodu İle Test Edilmesi". Turan Subaşat ve Hakan Yetkiner (Ed.). **Küresel Kriz Çerçevesinde Türkiye'nin Cari Açık Sorunları** içinde (82-96). İzmir: EfilYayınevi, 2010.
- Gujarati, Damodar N. **Temel Ekonometri**. Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen (çev.). 6. Basım. İstanbul: Literatür Yayıncılık, Ekim 2009.
- Güloğlu, Bülent. Serdar İspir ve Dilek Seymen. "Türkiye'de Cari Açıkların Sürdürülebilirliğini Etkileyen Temel Makro Ekonomik Göstergeler". Turan Subaşat ve Hakan Yetkiner (Ed.), **Küresel Kriz Çerçevesinde Türkiye'nin Cari Açık Sorunları** içinde (136-148). İzmir: EfilYayınevi, 2010
- Hatipoğlu, Zeyyat. **Uluslararası İktisat**. 1. Baskı, İstanbul: Lebib Yalkın Yayınları ve Basım İşleri A.Ş., Eylül 1996.

- Hofernan, Shelog and Peter Sinclair. **Modern International Economics**. 2nd Edition. New York Podstow: TJ Press Ltd., 1990.
- İşgüden, Tamer ve Müfit Akyüz. **Uluslararası İktisat**. İstanbul: Evrim Kitabevi, 1990.
- İyibozkurt, Erol. **Uluslararası İktisat**. Bursa: Ezgi Kitabevi, 2001.
- Karluk, S. Rıdvan, **Türkiye Ekonomisi**. 8. Baskı. İstanbul: Beta Yayınevi, 2004.
- Karluk, S. Rıdvan. **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**. İstanbul: Taştan Matbaası, 1983.
- Karluk, S. Rıdvan. **Uluslararası Ekonomi, Teori Ve Politika**. 7. Baskı. İstanbul: Beta Basım, Eylül 2003.
- Kepepek, Yakup ve Nurhan Yentürk. **Türkiye Ekonomisi**. 19. Basım. İstanbul: Remzi Kitabevi. 2007.
- Kenen, Peter. **The International Economy**. 2nd Edition. New Jersey: Prentice Hall Publishing, 1989.
- Kont, Bayram. ”Sermaye Girişleri ve Makro Ekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996)“. **İktisat Politikası**. Vildan Serin (hızl.). 1. Baskı. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım, Ekim 1998.
- Kurdaş, Kemal. **Ekonomik Politika Üzerine İncelemeler-Yorumlar**. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım Aş., 1994.
- Newbold, Paul. **İşletme ve İktisat için İstatistik**. Ümit Şenesen (çev.). İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2000.
- Öçal, Tezer ve Diğerleri. **Türkiye Ekonomisi**. Ankara: Savaş Yayınevi, 2004.
- Özer, H. Gül. **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi (1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği)**. Ankara: Sıramat Matbaacılık, 2006.
- Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası İktisat**. Geliştirilmiş 15. Baskı. İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003.
- Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası Finans**. 4. Baskı. İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003.
- Seyidoğlu, Halil. “Türkiye’de Yabancı Sermaye ve Dış Ödemeler Bilançosu Sorunu”. **Ulusal Bağımsızlık İçin Türkiye İktisat Politikaları Kurultayı Kitabı**. Hasan Hüseyin Doğan ve Levent Gökdemir(hızl.). Malatya: İnönü Üniversitesi Basımevi, Ağustos 2006.
- Somçağ, Selim. **Türkiye’nin Ekonomik Kriz**. 3. Baskı. İstanbul: 2006 Yayınevi, 2008.

- Sönmez, Sinan. “Küresel Finansal Düzen, Yönetişim ve Büyüme”. Nihal Yıldırım (Ed.). **Dünya Ekonomisinde Bütünleşme Hareketleri ve Türkiye Sorunlar ve Çözüm Önerileri**. Ankara: Siyasal Yayınevi, 2004, ss.111-139.
- Sönmez, Sinan. “Yetmiş Sent’ten günümüze:Dış borçlanmada ne değişti?”. Hasan Hüseyin Doğan ve Levent Gökdemir (Ed.). **Ulusal Bağımsızlık İçin Türkiye İktisat Politikaları Kurultayı Kitabı**. Malatya: İnönü Üniversitesi Basımevi, Ağustos 2006, ss.134-175.
- Şahin, Hüseyin. **Türkiye Ekonomisi**. Yenilenmiş 8. Baskı. Bursa: Ezgi Kitabevi, 2006.
- Şener, Sefer. **Dünyada ve Türkiye’de Tarihsel Perspektifle Yabancı Sermaye**. Bursa: Ezgi Kitabevi, 2008.
- Tarı, Recep. **Ekonometri**. Genişletilmiş 6. Baskı. Kocaeli: Umuttepe Yayınları, 2010.
- Tezel, Y.Sezai. **Cumhuriyet Döneminin İktisadi Tarihi ( 1923-1950)**. Ankara: Yurt yayınevi, 1982.
- Tokgöz, Erdinç. **Türkiyenin İktisadi Gelişme Tarihi**. 8. Baskı. Ankara: İmaj Yayınevi, 2007.
- Uras, Güngör. **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**. İstanbul: Formül Matbaası, 1979.
- Uzunoğlu, Sadi ve Diğerleri. **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri ve Türkiye**. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Yayınları No: 6, 1995.
- YASED. **Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler**. İstanbul: Kasım, 1988.
- Yeldan, Erinç. **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**. 12. Baskı. İstanbul: İletişim Yayınları, 2006.
- Yeldan, Erinç. “2001 Krizi Sonrası Türkiye: Dış Borçlanma ve Spekülasyona Dayalı Büyüme Çözülürken”. **Ulusal Bağımsızlık İçin Türkiye İktisat Politikaları Kurultayı Kitabı**. Hasan Hüseyin Doğan ve Levent Gökdemir (hızl.), Malatya: İnönü Üniversitesi Basımevi, Ağustos 2006.
- Yeldan, Erinç. “Türkiye Ekonomisinde Dış Açık Sorunu ve Yapısal Nedenleri” . Turan Subaşat ve Hakan Yetkiner (Ed.). **Küresel Kriz Çerçevesinde Türkiyenin Cari Açık Sorunları içinde** (33-46). İzmir: EfilYayınevi, 2010.
- Yıldıztan, Dina Çakmur. **E-Views Uygulamalı Temel Ekonometri**. İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2010.
- Wolther, Ted. **Dünya Ekonomisi**. Ünal Çağlar (çev.). 1.Baskı: Alfa Kitabevi. Ağustos 2002.

### *Sürelî Yayınlar*

- Akalın, Gülsüm ve Ayhan Uçak. "Ekonomik Krizlerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Rolü ve IMF'nin Kriz Yönetimi", **Öneri Dergisi**. Cilt.7, Sayı.27, Ocak 2007, ss.243-256.
- Akçay, Selçuk ve Gökhan Demirtaş. "Kurumsal Faktörlerin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerine Etkisi: Ampirik Bir Kanıt", **Gazi İİBF Dergisi**. 8/2, ss.15-33.
- Aslanoğlu, Erhan. "The Structure and the Impact Foreign Direct Investment in Turkey". **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**. Cilt.17, Sayı., ss.31-51.
- Ay, Ahmet ve Fatih Mangır. "Uluslararası Finansal Entegrasyon Bağlamında Sermayenin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi", **Maliye Dergisi**. Sayı.153, Temmuz-Aralık 2007, ss. 123-141.
- Cardoso, Eliana. "Küreselleşme, Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler". **İşletme Finans**. Ussal Şahbaz (çev.), Cilt.18, Sayı.212, Kasım 2003, ss.20-26.
- Eren, Aslan ve Bora Süslü. "Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiyede Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi", **Yeni Türkiye**. Sayı.41. Yıl.7, Eylül-Ekim 2001, ss.662-674.
- Eşiyok, B. Ali. "Türkiye Ekonomisinde Cari İşlemler Açığı". **Mülkiye Dergisi**. Cilt.17, Sayı.258, Nisan 2008, ss.84-106.
- Görenel, Zeki İlker. "Finansal Serbestleşme, Politika Hataları ve Krizler". **Öneri Dergisi**. Cilt 7. Sayı.27, Ocak 2007, ss.249-262.
- Kaminsky, Graciela L. "Küreselleşme, Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler". **İşletme Finans**. Gözde Işık (çev.), Cilt.18, Sayı.212, Kasım 2003, ss.16-19.
- Karabulut, Gökhan ve Ayşe Çelikel Danışoğlu. "Türkiye'de Cari İşlemler Açığının Büyümesini Engelleyen Faktörler", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 8/1,2006, ss.47-63.
- Kula, Ferit. "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler". **Cumhuriyet Üniversitesi İİBF Dergisi**. Yıl.2003, Cilt.4, Sayı.2, ss.141-154.
- Oktaç, Ertan. "Son Krizin Ekonomik ve Toplumsal Sonuçları". **Maltepe Üniversitesi İİBF Ekonomik, Toplumsal ve Siyasal Analiz Dergisi**. Sayı 1-2, 2002, ss.1-23.

- Özatay, Fatih. “Cari İşlemler Dengesine İlişkin İki Yapısal Sorun ve Mikro Reform Gereği”. **Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları**. Cilt.1, Sayı.1, 2006, ss.34-48.
- Öztürk, Salih. “1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Piyasaların Gelişimi (Türkiye Örneği)”. **Maltepe Üniversitesi İİBF Ekonomik, Toplumsal ve Siyasal Analiz Dergisi**. Sayı.2, 2003, ss.15-20.
- Telatar, Osman Murat ve Harun Terzi. “Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**. Cilt.23, Sayı.2, 2009, ss.119-131.
- Ural, Mert. “Finansal Krizler ve Türkiye”. **Dokuz Eylül İİBF Dergisi**. Cilt.18, Sayı.1, 2003, ss.11-23.
- Uygur, Ercan. “Cari Açık Tartışmaları”. **İktisat İşletme Finans**. Cilt.19, Sayı.222, ss.5-230.
- Yücel, Fatih ve Rüstem Yanar. “Türkiye’de Cari İşlem Açıkları Sürdürülebilir mi? Zaman Serileri Perspektifinden Bir Bakış”, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi**. Cilt.14, Sayı.2, 2005, ss.483-492.
- Yücel, Fatih ve Ahmet Yılmaz Ata. “Eş-Bütünleşme ve Nedensellik Testleri Altında İkiz Açıklar Hipotezi: Türkiye Uygulaması”, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi**. Cilt.12, Sayı.12, 2003, ss.29-42

### *Diğer Yayınlar*

- Adanur, Nejla. “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları”. **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Uludağ Üniversitesi, 1995.
- Akat, Asaf Savaş. Ödemeler Dengesi Yazıları. (t.y.). <http://akat.bilgi.edu.tr/others/0408-disacik-2.pdf> ( 1 Kasım 2010).
- Akçay, Cevdet ve Murat Üçer. “Will history repeat Itself? An Assessment of Turkish Current Account Trends and Prospects”. **Economic Research Forum Working Paper Series**. TUSİAS-Koç University Economic Reseach Forum. May, İstanbul.  
[http://www.ku.edu.tr/files/eaf/CAD\\_Paper\\_February206Final.pdf](http://www.ku.edu.tr/files/eaf/CAD_Paper_February206Final.pdf) ( 28 Ekim 2010)
- Boratav, Korkut. “Üç Krizde Dış Kaynak Hareketleri”. (t.y.).  
[http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar\\_Uye/BoratavMayis10.pdf](http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_Uye/BoratavMayis10.pdf) ( 10 Mayıs 2010).
- Eğilmez, Mahfi. “Dönüm Noktası”, **Radikal**. 7 Eylül 2006.
- Emiroğlu, Kudret, Bülent Danişoğlu ve Binnur Berberoğlu. **Ekonomi Sözlüğü**. Ankara: Bilim Sanat Yayınları, 2006.
- Ergin, Feridun. “Yabancı Sermaye Maddesi”. **Ak İktisat Ansiklopedisi**. Cilt 2. İstanbul: Sermet Matbaası, 1973.
- Gülçiçek, Özlem. “Cari İşlemler Dengesinin Nedenleri ve Ülke Ekonomileri Üzerindeki Etkileri ( AB Sürecinde Bir Değerlendirme)”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Marmara Üniversitesi SBE, 2007.
- Gürses, Uğur. “Prof. Rodrik’in Önerisi (2)”. **Radikal**. 1 Ağustos 2007.  
<http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=228611> ( 3 Eylül 2010).
- Karabıyık, Lale. “Yayınlanmamış Ders Notları”. Fotokopiyle Çoğaltma. Bursa: U.Ü.İ.İ.B.F., 2006.
- Kazgan, Gülten. **Türkiye’de Ekonomik Krizler: (1929-2001) Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme**, (İstanbul Bilgi Üniversitesi), 25-26-27 Eylül, DEGEV-Türkiye İş Bankası.
- Kyaw, Sandy. "Foreign Direct Investment to Developing Countries in the Globalised World". **DSA Conference**. University of Strathclyde. Glasgow, 10-12 september 2003, ss.1-20.

- Mangır, Fatih. “Finansal Deregülasyonun (1989–2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri”. (t.y.).  
[http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos\\_mak/makaleler/Fatih%20MANGIR/MANGIR,%20Fatih.pdf](http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos_mak/makaleler/Fatih%20MANGIR/MANGIR,%20Fatih.pdf) ( 18 Şubat 2010).
- Obstfeld, Maurice. “International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model”. **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. 8369.
- Rodrik, Dani. “IMF’nin Sermaye Kontrollerinde Yeni Bir Bakış Açısına İhtiyacı Var”. *Radikal*. 12 Temmuz 2009.  
<http://www.radikal.com.tr/Radikal.aspx?aType=RadikalYazar&ArticleID=967841&Yazar=DAN%DD%20RODR%DDK&Date=29.10.2010&CategoryID=101> (29 Kasım 2010).
- TCMB. Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve Türkiye Uygulaması, (t.y.),  
<http://www.tcmb.gov.tr/> (3 Mart 2010).
- TCMB. Uluslararası Yatırım Pozisyonu Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması. (t.y.).  
<http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/uypmet.pdf> . (3 Ocak 2010).
- Tiryaki, S. Tolga. “Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği”. **Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No:8**, Temmuz 2002.
- Toprak, Hakan. “Finansal Liberalizasyon ve Türkiye’de Finansal Sermaye Akımları”. **TC Merkez Bankası Basılmamış Uzmanlık Tezi**, Mart 2004.
- Töre, Nahit. Dünyada Yabancı Sermaye Yatırımları. (t.y.).  
[www.tcmb.gov.tr/yeni/ev/ds/yayin/kitaplar/kitap2/dunayabsermaye.doc](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/ev/ds/yayin/kitaplar/kitap2/dunayabsermaye.doc). (8 Ocak 2010).
- Türel, Rahmi Aşkın. “ Türkiye Ekonomisinin Makro ekonomik Dengelerinin Analizi(1990-2006)”. 2. Ulusal İktisat Kongresi. 20-22 şubat 2008. İzmir.  
[http://www.deu.edu.tr/userweb/iibf\\_kongre/dosyalar/tureli.pdf](http://www.deu.edu.tr/userweb/iibf_kongre/dosyalar/tureli.pdf) (3 Mart 2010).
- Yıldız, İ.Hüseyin. “Yabancı Sermaye Girişi ve Büyüme Katkısı”. **Aksam**,  
[www.aksam.com.tr/yazar/prn.aspa=46321,10,28](http://www.aksam.com.tr/yazar/prn.aspa=46321,10,28). (10 Şubat 2008).
- Yüksekdağ, Sabri. “Yabancı Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**. Marmara Üniversitesi SBE, 2008.

### *Raporlar*

- DPT. **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ÖİK Raporu**. Ankara, 2000.
- IMF. Occasional Papers . “Determinants and Systematic Consequences of International Capital Flows” No.77 Washington DC. Marc 1991.
- Maliye Bakanlığı. **Yıllık Ekonomik Rapor**, 2007.
- TCMB. **Yıllık Ekonomik Rapor**, 2008.
- TCMB. **Yıllık Ekonomik Rapor**, 2009.
- UNCTAD. **World Investment Report 2006**. (t.y.).  
[www.unctad.org/end/ocs/wir/2006/overview\\_en.pdf](http://www.unctad.org/end/ocs/wir/2006/overview_en.pdf). (8 Aralık 2008).
- YASED. **Unctad Dünya Yatırım Raporu 2005**. (t.y.). [www.yased.org.tr/genel/yased-sunum-ma-son.ppt#8](http://www.yased.org.tr/genel/yased-sunum-ma-son.ppt#8). (21 Ocak 2008).

### *İnternet Kaynakları*

- <http://www.tcmb.gov.tr/>
- <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>
- <http://www.tuik.gov.tr/Start.do>
- <http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymous>
- <http://www.maliye.gov.tr/>
- <http://www.dpt.gov.tr/>
- [http://www.hazine.gov.tr/sta/tyabserdyy/vb\\_agustos](http://www.hazine.gov.tr/sta/tyabserdyy/vb_agustos)
- <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/tablo1.pdf>