

T.C.

**ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

İKTİSAT ANABİLİM DALI

**ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE
TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİLERİ (1986-1998)**

97462

Ali ACARAVCI

DANIŞMAN: Prof. Dr. Erhan YILDIRIM

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ADANA

EYLÜL, 2000

**TC. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

13 no'lu ve SOSBE.99.YL.13 Adlı Bu Araştırma Projesi, Çukurova Üniversitesi Araştırma Fonu Tarafından Desteklenmiştir.

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne

Bu çalışma, jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı'nda YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan: Prof. Dr. Erhan YILDIRIM



Üye: Prof. Dr. Nejat ERK



Üye: Prof. Dr. Altan CABUK



ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduğunu onaylarım.

22 / 09 / 2000

Prof. Dr. Mahir FİSUNOĞLU
Enstitü Müdürü



ÖZET

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİLERİ (1986-1998)

Ali ACARAVCI

Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Erhan YILDIRIM

Eylül 2000, 126 sayfa

Bu yüksek lisans tezinde, Gelişmekte Olan Ükelere (GOÜ) ve Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketleri (SH) incelenmiştir. Tez, GOÜ'e yönelik SH, SH'nin farklı tarihsel dönemlerdeki genel eğilimleri, SH'nin ulusal ekonomiler üzerine etkileri, Türkiye ekonomisinde SH ve ekonomi üzerine etkilerinin ekonometrik yöntemlerle araştırılması konuları kapsamıştır.

“SH'nin toplam talep artışı üzerindeki etkisi nedir?” sorusu, SH'nin ekonomi üzerindeki etkilerinin araştırılmasında temel alınmıştır. Ekonometrik analiz, bu temel soruya göre hazırlanan hipotezlerinin sınanmasını içermiştir. Granger nedensellik testine göre, cari işlemler (CID) açıkları ile sermaye girişleri arasında çift yönlü bir nedensellik vardır. CID açıklarına en fazla duyarlı sermaye giriş türü, kısa vadeli sermaye hareketleridir (KVSH). Türkiye ekonomisinde CID açıkları, KVSH ile kapatılmakta; yoğun KVSH de CID'nde bir sapmaya neden olmaktadır. Vektör Otoregresyon (VAR) modelinde etkiye-tepki fonksiyonlarına göre reel ve parasal şoklar, toplam talebi uzun dönem dengesinden kalıcı olarak saptırmakta ancak sapma, küçük miktarlarda olmaktadır. Şoklar, SH üzerinde yüksek bir derecede değişkenliğe neden olmaktadır. Türkiye ekonomisinde sermaye girişleri, kamu harcamalarının ve ithalat harcamalarının finansına yöneliktir. Kısa vadeli sermaye girişleri ile açıkların finanse edilmesi, ekonomik sorunlar için sadece geçici bir çözümdür.

Anahtar Kelimeler: Sermaye hareketleri, Kur krizleri, VAR model.

ABSTRACT

THE INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS AND ITS EFFECTS ON THE TURKISH ECONOMY (1986-1998)

Ali ACARAVCI

M.A. Thesis, Department of Economics,

Supervisor: Prof. Dr. Erhan YILDIRIM

September 2000, 126 pages

This dissertation examined the capital inflows and outflows for a sample of Developing Countries including Turkey. It consists a close examination of the flows and general trends (CF) of capital to developing countries for several historical periods. Moreover, the effects of capital flows on the national economies of some developing countries, especially Turkey, are deduced by using some econometric methods.

“What is the effects of capital flows on aggregate demand?” is the main starting point in analysing the effects of capital flows on the economy. The econometric analysis contains tests of hypotheses, which are prepared in accordance with the main question. Granger causality test indicates a two-way causality between current account deficits (CAD) and capital inflows for the Turkish economy. In addition, the short-run capital flow is the most sensitive type of capital to current account deficits. In the case of Turkey, current account deficits closed with, short-run capital inflows, and large volume of short-run capital flows in turn distorts the current account. Impulse-response functions of a Vector Auto-Regressive (VAR) Model demonstrates that, both the real and the monetary shocks deviate aggregate demand from its long-run equilibrium permanently but the magnitudes of the deviation is too small. Shocks lead to extremely volatile capital flows in and out of the economy. In the case of Turkey, capital inflow is used for financing government spending and import expenditures. Financing these deficits by using short run capital inflows may be only a temporary but not an appropriate and final solution for the leading economic problems.

Keywords: Capital flows, Currency crises, VAR model.

İÇİNDEKİLER

SAYFA

TABLolar LİSTESİ	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii
GİRİŞ	1

BÖLÜM 1

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK SERMAYE

HAREKETLERİ.....4

1.1. SERMAYE HAREKETLERİNİN SINIFLANDIRILMASI	6
1.1.1. Özel Sermaye Hareketleri.....	6
1.1.2. Resmi Sermaye Hareketleri.....	8
1.2. TARİHSEL GELİŞİM SÜRECİ İÇERİSİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN GENEL EĞİLİMLERİ	10
1.2.1. 1800-1913 Dönemi.....	10
1.2.2. 1914-1945 Dönemi.....	13
1.2.3. 1946-1973 Dönemi.....	13
1.2.4. 1974-1998 Dönemi.....	15
1.3. 1990'LI YILLARDA SERMAYE HAREKETLERİNİN NİCELİĞİNDE VE NİTELİĞİNDE MEYDANA GELEN DEĞİŞMELER	20
1.4. 1990'LI YILLARDA SERMAYE HAREKETLERİNİN NİTELİĞİNDE VE NİCELİĞİNDE MEYDANA GELEN DEĞİŞİMİN NEDENLERİ	27
1.4.1. Dışsal Nedenler.....	27
1.4.2. İçsel Nedenler.....	29

1.5. SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ.....	32
1.5.1. Yoğun Sermaye Girişlerinin Etkileri.....	33
1.5.2. Yoğun Sermaye Çıkışlarının Etkileri.....	38
1.5.3. 1990'lı Yıllarda Yaşanan Kur Krizleri.....	41
1.5.3.1. 1992-93 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi....	44
1.5.3.2. 1994-95 Latin Amerika Kur Krizi.....	45
1.5.3.3. 1997 Doğu Asya Kur Krizi.....	47
1.5.3.4. 1998 Rusya Mali Krizi.....	51
1.5.3.5. Kur Krizlerinden Çıkarılacak Sonuçlar.....	52

BÖLÜM 2

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİ ÜZERİNE ETKİLERİ.....54

2.1. TARİHSEL GELİŞİM SÜRECİ İÇERİSİNDE SERMAYE HAREKETLERİ VE GENEL EĞİLİMLERİ.....	54
2.1.1. 1980 Öncesi Dönem: Dışa Kapalı Türkiye Ekonomisi.....	55
2.1.1.1. 1923-1945 Dönemi.....	55
2.1.1.2. 1946-1960 Dönemi.....	56
2.1.1.3. 1961-1979 Dönemi.....	60
2.1.2. 1980 Sonrası Dönem: Dışa Açık Türkiye Ekonomisi.....	64
2.1.2.1. 1980-1988 Dönemi.....	67
2.1.2.2. 1989-1993 Dönemi.....	70
2.1.2.3. 1994-1998 Dönemi.....	75
2.1.2.3.1. 5 Nisan 1994 Kararları.....	75
2.1.2.3.2. 1997 Doğu Asya Kur Krizinin ve 1998 Rusya Mali Krizin Etkileri.....	77
2.1.2.4. Net Hata ve Noksan: Kaynağı Belirsiz Sermaye Hareketleri...79	
2.2. SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİDEKİ YERİ.....	80
2.2.1. Reel Sektör.....	82
2.2.2. Finansal Sektör.....	89

2.3. SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE	
ETKİLERİNİN EKONOMETRİK YÖNTEMLERLE İNCELENMESİ.....	92
2.3.1. Araştırma Yöntemi.....	92
2.3.1.1. Duraganlık.....	92
2.3.1.2. Birim Kök Testi.....	93
2.3.1.2.1. Arttırılmış Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi.....	93
2.3.1.2.2. Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi.....	94
2.3.1.3. Granger Nedensellik Testi.....	95
2.3.1.4. VAR Modeli.....	96
2.3.1.4.1. Etkiye-Tepki Fonksiyonları.....	97
2.3.1.4.2. Değişim Kaynağının Ayrıştırımı.....	97
2.3.2. Veri Seti Ve Birim Kök Testi Sonuçları	98
2.3.3. Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri.....	101
2.3.4. Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri.....	102
2.3.4.1. Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi.....	102
2.3.4.1.1. Portföy Yatırımları ve Cari İşlemler Dengesi.....	106
2.3.4.1.2. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler	
Dengesi.....	106
2.3.4.1.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler	
Dengesi.....	107
2.3.4.2. Sermaye Hareketleri ve Gayri Safi Yurtiçi Milli Hasıla.....	107
2.3.4.2.1. Gayri Safi Yurtiçi Milli Hasıla Bileşenleri Ve Sermaye	
Hareketleri Arasında Yapılan Granger Nedensellik	
Testi Sonuçları.....	110
SONUÇ.....	113
KAYNAKLAR.....	117
EK1 DÜNYA ÜLKELERİNİN SINIFLANDIRILMASI.....	123

TABLolar LİSTESİ**SAYFA**

TABLO 1.1: I. VE II. DÜNYA SAVAŞI ÖNCESİNDE YATIRIMLARIN YATIRIMCI VE YATIRILAN ÜLKELERE GÖRE DAĞILIMI.....	12
TABLO 1.2: GOÜ YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİ (1962-1977).....	15
TABLO 1.3: TOPLAM NET SERMAYE HAREKETLERİ.....	20
TABLO 1.4: BÖLGELERE GÖRE NET ÖZEL SERMAYE HAREKETLERİ.....	21
TABLO 1.5: SÜ'DE DOĞRUDAN YATIRIMLAR.....	23
TABLO 1.6: BÖLGELERE GÖRE NET DOĞRUDAN YATIRIMLAR.....	24
TABLO 1.7: BÖLGELERE GÖRE NET PORTFÖY YATIRIMLARI.....	25
TABLO 1.8: BÖLGELERE GÖRE DİĞER YATIRIMLAR.....	26
TABLO 1.9: BÖLGELERE GÖRE RESMİ SERMAYE HAREKETLERİ.....	26
TABLO 1.10: BAZI GOÜ'DE HİSSE SENEDİ PİYASALARININ GETİRİ ORANLARI.....	31
TABLO 1.11: BAZI GOÜ'LERİN EKONOMİLERİNDE GENEL EĞİLİMLER.....	34
TABLO 1.12: DOĞU ASYA ÜLKELERİNİN ULUSLARARASI BANKALARA OLAN BORÇLARI.....	47
TABLO 1.13: KISA VADELİ BORÇLARIN TOPLAM BORÇLAR İÇERİSİNDEKİ PAYI (1992-97).....	48

TABLO 1.14: BAZI DOĞU ASYA ÜLKELERİNİN KREDİ NOTLARI.....	49
TABLO 2.1: 1946-1960 DIŞ SERMAYE KAYNAKLARI.....	59
TABLO 2.2: 1950-1960 DÖNEMİNDE SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYON \$)..	59
TABLO 2.3: 1961-1974 DÖNEMİNDE SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYON \$)..	61
TABLO 2.4: 1974-1979 DÖNEMİNDE SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYON \$)..	63
TABLO 2.5: DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ.....	69
TABLO 2.6: 1980-1988 DÖNEMİNDE SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYON \$)..	69
TABLO 2.7: SEÇİLMİŞ EKONOMİK GÖSTERGELER.....	71
TABLO 2.8: 1989-1993 DÖNEMİNDE SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYON \$)..	72
TABLO 2.9: 1994-1998 DÖNEMİNDE SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYON \$)..	76
TABLO 2.10: GSMH BÜYÜME ORANLARI (1997-1998).....	77
TABLO 2.11: SERMAYE HAREKETLERİ VE ALT TÜRLERİNİN GSMH'YA ORANLAR CİNSİNDEN PAYLARI.....	81
TABLO 2.12: 1984-1999.1.ÇEYREK DÖNEMLERİ ARASINDA TÜRKİYE EKONOMİSİNDE NET SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYAR ABD \$, BİRİKİMLİ).....	81
TABLO 2.13: BAZI GOÜ EKONOMİLERİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN YERİ.....	82

TABLO 2.14: 6224 SAYILI YABANCI SERMAYEYİ TEŞVİK KANUNU'NDAN YARARLANAN FİRMALARIN 31 EKİM 1980 TARİHİ İTİBARIYLA SEKTÖREL DAĞILIMI (MİLYON TL).....	83
TABLO 2.15: TÜRKİYE'DE FAALİYETTE BULUNAN YABANCI SERMAYELİ KURULUŞLARIN 1999 YILI İTİBARIYLA SEKTÖREL DAĞILIMI (MİLYON TL).....	85
TABLO 2.16: YILLAR İTİBARIYLA İZİN VERİLEN ÖZEL DOĞRUDAN YATIRIMLARIN SEKTÖRLERE GÖRE DAĞILIMI (MİLYON \$).....	87
TABLO 2.17: İZİN VERİLEN ÖZEL DOĞRUDAN YATIRIMLARIN ÜLKELERE GÖRE DÖNEMLER İTİBARIYLA DAĞILIMI (MİLYON \$).....	88
TABLO 2.18: GSMH'YA ORANLAR CİNSİNDEN MALİ PİYASALARDA DERİNLİK GÖSTERGELERİ.....	89
TABLO 2.19: 1980 SONRASI DÖNEMDE YABANCI BANKA SAYISININ TÜRK BANKA SİSTEMİNDEKİ PAYI.....	90
TABLO 2.20: 1981-1995 ARASINDA BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN YAPISI.....	90
TABLO 2.21: YABANCI YATIRIMCILARA AİT HİSSE SENEDİ SAKLAMA BAKİYELERİ (MİLYON ABD \$).....	91
TABLO 2.22: VERİ TANIMLARI VE KAYNAKLARI.....	98
TABLO 2.23: 1984:01 – 1999:04 (AYLIK VERİLER) DÖNEMİ İÇİN ÖRNEKLEMLER İÇİN ADF VE PP TESTLERİNE GÖRE ELDE EDİLEN BİRİM KÖK SONUÇLARI.....	100

TABLO 2.24: 1984.1 – 1999.1 (ÜÇER AYLIK VERİLER) ÖRNEKLEMİ İÇİN ADF VE PP TESTLERİNE GÖRE ELDE EDİLEN BİRİM KÖK SONUÇLARI.....	100
TABLO 2.25: SERMAYE HAREKETLERİ - CARİ İŞLEMLER DENGESİ 1. ÖRNEKLEM ⁽¹⁾ : 1984:01 – 1999:04.....	103
TABLO 2.26: SERMAYE HAREKETLERİ - CARİ İŞLEMLER DENGESİ 2. ÖRNEKLEM ⁽¹⁾ : 1984:1 – 1999:1.....	103
TABLO 2.27: SERMAYE HAREKETLERİ VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ DEĞİŞKENLERİYLE OLUŞTURULAN VAR MODELİ.....	104
TABLO 2.28: SH VE CID DEĞİŞKENLERİNDEKİ DEĞİŞİM KAYNAĞININ AYRIŞTIRIMI.....	106
TABLO 2.29: PORTFÖY YATIRIMLARI - CARİ İŞLEMLER DENGESİ.....	106
TABLO 2.30: UZUN VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ - CARİ İŞLEMLER DENGESİ.....	107
TABLO 2.31: KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ - CARİ İŞLEMLER DENGESİ.....	107
TABLO 2.32: GAYRİ SAFİ YURT İÇİ HASILA - SERMAYE HAREKETLERİ.....	108
TABLO 2.33: GAYRİ SAFİ YURTIÇİ MİLLİ GELİR VE SERMAYE HAREKETLERİ DEĞİŞKENLERİYLE OLUŞTURULAN VAR MODELİ..	108
TABLO 2.34: GSYİH VE SH DEĞİŞKENLERİNDEKİ DEĞİŞİM KAYNAĞININ AYRIŞTIRIMI.....	110
TABLO 2.38: GAYRİ SAFİ YURTIÇİ MİLLİ HASILA BİLEŞENLERİ - SERMAYE HAREKETLERİ.....	112

ŞEKİLLER LİSTESİ**SAYFA**

ŞEKİL 1.1: BAZI GOÜ'E YÖNELİK NET ÖZEL SERMAYE MİKTARLARI (1990-97 YILLARI ARASINDA BİRİKİMLİ OLARAK).....	22
ŞEKİL 1.2: BAZI GOÜ'DE ÖZEL DOĞRUDAN YATIRIM STOKUNUN GSMH'YA ORANI.....	24
ŞEKİL 1.3: LONDRA EURO-DOLAR PİYASASINDA ABD \$'A UYGULANAN 1 AYLIK VE 3 AYLIK FAİZ ORANLARININ 3 AYLIK GETİRİSİ.....	28
ŞEKİL 2. 1: 1 AYLIK VE 3 AYLIK FAİZ ORANLARINDA KORUNMASIZ FAİZ PARİTESİ TEOREMİNE GÖRE 3 AYLIK GETİRİ FARKLILIKLARI.....	73
ŞEKİL 2.2: IMKB 100 ENDEKSİNİN 3 AYLIK GETİRİ ORANI.....	74
ŞEKİL 2.3: NET SERMAYE HAREKETLERİ – NET HATA VE NOKSAN.....	79
ŞEKİL 2.4: YILLAR İTİBARIYLA İZİN VERİLEN ÖZEL DOĞRUDAN YATIRIMLARIN SEKTÖRLERE GÖRE PAYLARI.....	87
ŞEKİL 2.5: SH DEĞİŞKENİNİN, SH VE CID DEĞİŞKENLERİNDEN GELEN BİR BİRİMLİK STANDART SAPMA DEĞERİNDEKİ ŞOKLARA GÖSTERDİĞİ TEPKİ.....	105
ŞEKİL 2.6: CID DEĞİŞKENİNİN, SH VE CID DEĞİŞKENLERİNDEN GELEN BİR BİRİMLİK STANDART SAPMA DEĞERİNDEKİ ŞOKLARA GÖSTERDİĞİ TEPKİ.....	105
ŞEKİL 2.7: GSYİH DEĞİŞKENİNİN, GSYİH VE SH DEĞİŞKENLERİNDEN GELEN BİR BİRİMLİK STANDART SAPMA DEĞERİNDEKİ ŞOKLARA GÖSTERDİĞİ TEPKİ.....	109
ŞEKİL 2.8: SH DEĞİŞKENİNİN, GSYİH VE SH DEĞİŞKENLERİNDEN GELEN BİR BİRİMLİK STANDART SAPMA DEĞERİNDEKİ ŞOKLARA GÖSTERDİĞİ TEPKİ.....	109

GİRİŞ

Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ)'e yönelik sermaye hareketleri¹, 18.yüzyılın ikinci yarısında Sanayi Devrimi ile başlayan kapitalist üretim biçiminin gelişim süreci içerisinde ele alınabilir. Sanayi devrimini izleyen yıllarda ulusal sınırların dışındaki ekonomik faaliyetler hızlanmıştır. Bu gelişimin arkasında, Avrupa ülkelerinin 18. yüzyılda sömürge ülkelerinin ucuz hammadde, işgücü ve pazar olanaklarından yararlanma çabaları yatmıştır. Üretim, haberleşme ve ulaşım teknolojilerindeki yenilikler, üretim ve ticaretin hızla artmasına, emisyon rejimlerinin kurulmasına ve ticari senetlerin yaygınlaşmasına yol açmıştır.

19. yüzyılın sonlarında bütünleşmiş ve dışa açılmış ulusal ekonomiler oluşmuş; ülkeler arasında üretim, ticaret ve sermaye hareketleri, kısıtlanmaksızın sürmüştür. 20. yüzyılın ilk yarısında yaşanan, I. Dünya Savaşı, 1917 Devrimi, 1929 Dünya Ekonomik Buhranı ve II. Dünya Savaşı, içe dönük ekonomi politikaların oluşumuna yol açmıştır. Dış üretim ve sermaye hareketleri, dünya ekonomisinin içe kapanışından olumsuz etkilenmiştir. II. Dünya Savaşı'nı izleyen yıllarda oluşan Soğuk Savaş ortamında sermaye hareketleri, önce dış yardımlar ve bağışlar, sonrasında krediler şeklinde resmi kurumlar tarafından yönlendirilmiştir.

1950'li yıllardan itibaren ABD kökenli Çok Uluslu Şirketler (ÇUŞ)'in, 1970'li yıllardan itibaren Avrupa ve Japonya Kökenli ÇUŞ'in dünya ekonomisindeki etkinliği artmaya başlamıştır. 1973-74 Petrol Krizi ve Bretton Woods Sistemi (BWS)'nin yıkılışı, dünya ekonomisinde yapısal değişimleri zorunlu hale getirmiştir. Petrol Krizi sonrasında, uluslararası bankacılık sisteminin aracılığı ile petrol üreticisi ülkelerin ellerindeki kaynak fazlalıkları yeniden dolaşıma sokulmuştur. Yeniden dolaşım süreci, 1982 dış borç krizlerine kadar devam etmiştir. Dış borç krizleri ve artan ekonomik riskler, 1970'li yılların ortalarında itibaren hızlanan küreselleşme eğilimlerini yavaşlatmış ve GOÜ'e yönelik sermaye hareketlerini tersine çevirmiştir. Sermaye fonları, 1980'li yılların sonlarına kadar daha güvenli Sanayileşmiş Ülkeler (SÜ) ekonomilerinde kalmıştır.

¹ Bu çalışmada, cümlelerde akıcılık ve sadelik sağlamak amacıyla sermaye hareketleri ve alt gruplarının ifade edilmesinde "uluslararası" terimi kullanılmamıştır.

Dış borç krizleri, GOÜ'nün ihmal edilmiş yapısal sorunlarının düzeltilmesi ve makroekonomik politikalarının yeniden oluşturulması yönünde değişiklikleri zorunlu kılmıştır. GOÜ, makroekonomik dengelerini yeniden kurmak ve kaçan sermaye fonlarını ulusal ekonomiye çekebilmek için Uluslararası Para Fonu (IMF) ile Dünya Bankası (WB) tarafından oluşturulan yapısal uyum programları uygulamışlardır. GOÜ, yapısal uyum programları aracılığıyla ulusal piyasaları, dış ticareti ve finansal piyasaları serbestleştirmişlerdir. GOÜ, sermaye fonlarını ulusal ekonomilerine çekmeye çalışmışlar; sermayeyi yönlendiren yatırımcılar ise SÜ'deki düşük kazançlardan, GOÜ'deki daha yüksek kazançlara yönelmişlerdir. ÇUŞ, kurumsal portföy yatırım kuruluşları ve uluslararası bankalar, sermaye hareketlerinin yönlendirilmesinde aktif bir rol üstlenmişlerdir.

Ulusal ekonomilerin dışa açılmaları sonucunda karşılıklı birbirine bağlı ve dış gelişmeler oldukça duyarlı ekonomik yapılar oluşmuştur. Küreselleşme hareketleri ile şekillenen yeni ekonomik yapıda gözlenen genel bir eğilim, 1990'lı yıllarda GOÜ'e yönelik net sermaye hareketleri miktarının olağanüstü artması ve toplam net sermaye hareketleri içindeki net özel sermaye hareketlerinin payının yaklaşık % 90'na yükselmesidir.

Yoğun sermaye girişleri, genel olarak ev sahibi ülkede toplam talebin artışına yol açmıştır. Toplam talep artışının ekonomi üzerine yansımaları ise enflasyon oranlarında yükselme, cari işlemler bilançosu açıklarında artış ve reel döviz kurunun değer kazanması şeklinde olmuştur.

Bu yüksek lisans tezi, GOÜ'e yönelik sermaye hareketlerinin tarihsel gelişim süreci ve gözlemlenmiş genel eğilimleri, sermaye hareketlerinin ulusal ekonomiler üzerine etkileri, Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri ve ekonomi üzerine etkilerinin ekonometrik yöntemlerle araştırılması konularını kapsar. Çalışmamızın üç temel amacı vardır: 1) Türkiye ekonomisinde sermaye hareketlerinin literatürde kabul gören belirleyicileri arasındaki ilişki belirlenmesi, 2) Türkiye ekonomisinde yoğun sermaye girişlerinin CID açıklarına yol açan bir unsur olup olmadığının ve CID açıklarına hangi sermaye türlerinin duyarlı olduğunun belirlenmesi, 3) Türkiye ekonomisine gelen sermayenin harcamalar yöntemine göre hesaplanmış milli geliri etkileme gücünün ve hangi bileşinini finanse ettiğinin belirlenmesidir.

Çalışmamız, dünya ekonomisinin yeni yapısı üzerinde uluslararası sermaye hareketlerinin incelenmesi yönelik iki bölüm ve bir ekten oluşur. Sermaye hareketleri ve ulusal ekonomiler üzerindeki etkileri ilk bölümde incelenmiştir. Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri ve toplam talep üzerindeki etkilerinin sınanmasına yönelik yapılan ekonometrik uygulamaların değerlendirilmesi ise ikinci bölümde verilmiştir. Ek1’de, IMF’in gözetimi altında olan dünya ülkelerinin sınıflandırılması yer alır.

Birinci bölümde, tarihsel gelişim süreci içerisinde sermaye hareketlerinin genel eğilimleri, uluslararası ekonomik, siyasi ve kültürel ilişkiler çerçevesinde incelenmiş; 1990’lı yıllarda Sanayileşmiş Ülkeler (SÜ)’den Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ)’e ve Geçiş Sürecinde Olan Ülkeler (GSÜ)’e yönelen sermaye hareketlerinin niteliğinde ve niceliğinde meydana gelen değişmelerinin vurgulanmasına yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin türleri, IMF’in kurumunun sınıflandırılmasına göre açıklanmış; 1990’lı yıllarda SÜ’den, GOÜ’e ve GSÜ’e yönelik sermaye hareketlerinin nicelik ve nitelik olarak geçirdiği değişimler tablolar halinde verilmiş; bu değişimin nedenleri ve etkileri ortaya konmuştur. 1990’lı yıllarda GOÜ’deki daha yüksek kazançlara yönelen sermaye hareketlerinin ulusal ekonomik dengeleri ne yönde etkilediği, yoğun sermaye girişleri ve yoğun sermaye çıkışları başlıkları altında ele alınmış; 1990’lı yıllarda yaşanan kur krizlerini açıklamaya yönelik yaklaşımlar ile kur krizlerinin kısaca değerlendirilmesine yer verilmiştir.

İkinci bölümde Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri, çalışmanın niteliği açısından 1980 öncesi dönem ve 1980 sonrası dönem olarak iki ana bölüm halinde incelenmiştir. Dönemlerin genel eğilimleri, bu eğilimlerin oluşmasında etkili olan, iç ve dış koşulların birleşimi olarak ortaya çıkan gelişmeleri genel bir özet olarak sunulmuş, 1980 sonrası dönemin koşulları daha ağırlıklı işlenmiştir. Sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisindeki ağırlığı ve sermaye türlerinin payları verilmiş, dış sermayenin Türkiye ekonomisinde hangi alanlara geldiği araştırılmıştır. Bu bölümün sonunda, sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisine etkilerini ölçmeye yönelik yaptığımız ekonometrik çalışma sonuçları ve bu sonuçların yorumlarına yer verilmiştir. Sermaye hareketlerinin toplam talep artışında ne denli etkili olduğu sorusu, sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkilerinin araştırılmasına yönelik ana hipotezimiz olmuştur. Ekonometrik analiz, ana hipotez doğrultusunda oluşturulan hipotezlerin sınanmasını içermiştir.

BÖLÜM 1

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİ

18. yüzyılın ikinci yarısından itibaren sanayi devrimini gerçekleştiren ülkelerin uluslararası ekonomik faaliyetlerde bulunması ve az gelişmiş ülkelerin dış kaynaklara yönelmesi, sermayenin küresel ölçekte hareketlenme sürecini başlatmıştır.

19. yüzyılda birçok ülke, kamu açıklarının finansmanı için dış kaynaklara yönelmiştir. Ancak iktisat teorisi, dış borçlanmayı ekonominin veya kamu açıklarının dış finansmanı olarak değerlendirmemiştir. 20. yüzyılın başlarında dış borçlanma, sermaye ihracı olarak ele alınmaya başlanmıştır. I. Dünya Savaşı sonrasında iktisat teorisi, transfer, ödemeler dengesi ve dış borç sorununa eğilmiştir. II. Dünya Savaşı sonrasında ise az gelişmiş ülkelerin kalkınma sorunları keşfedilmiş, kalkınma iktisadına yönelik teorik modeller oluşturulmaya başlanmıştır (Sönmez, 1998, ss.529-530).

1950'li yıllarla birlikte Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ), yoğun bir kalkınma çabasına girmişler ve Sanayileşmiş Ülkeler (SÜ)'in kalkınmışlık düzeyine ulaşmaya çalışmışlardır. GOÜ'de kalkınma, en önemli ekonomik amaç olmuş ve hızla sanayileşmenin zorunluluğu benimsenmiştir. Bu zorunluluk ise yüksek ekonomik büyüme oranlarının sürdürülmesini gerektirmiştir. Ekonomik büyümeyi basit bir üretim fonksiyonu çerçevesinde ele aldığımızda büyümenin kaynağı, teknolojik ilerleme, üretim faktörlerinde artışlar ve üretim kaynaklarının daha akılcı dağılımıdır. Toplam bir üretim fonksiyonu,

$$Q = A F(K,L,H,Z) \quad (1.01)$$

şeklinde yazılabilir. Burada (Q), çıktıyı; (A), teknolojik ilerlemeyi (K), beşeri olmayan sermayeyi; (L), işgücünü; (H), beşeri sermayeyi ve (Z) ise doğal kaynakları ifade eder.

Hedeflenen büyümenin sağlanmasına yönelik yatırımların yapılması için yurtiçi tasarrufların yetersiz olması ve cari işlemler açıkları, GOÜ'ü sermaye ithalatçısı yapar ve yabancı sermayeyi ülkeye çekmeye zorlar. Bu nedenle en önemli darboğaz, (K) yetersizliği olarak karşımıza çıkar. GOÜ'de sermaye kıtlığını, bir başka deyişle iç tasarruf yetersizliğini genel olarak,

$$I-S=M-X \quad (1.02)$$

olarak ifade edebiliriz. Burada I, yurtiçi yatırım; S, yurtiçi tasarruf; M, ithalat ve X, ihracattır. Bu denkleme göre iç tasarruf eksikliği, döviz yetersizliğinden kaynaklanır. Bu denklemden çıkarılacak bir başka sonuç ise dış finansman ile büyüme arasında pozitif bir ilişki olacaktır. Dışa açık bir ekonomide,

$$g=(s+m-x)/c \quad (1.03)$$

ilişkisi geçerli olur. Bu denklemde g, ekonomik büyüme oranı; m, ithalatın milli gelire oranı; x, ihracatın milli gelire oranı ve c, sermaye-hasıla katsayısıdır. Ekonomik büyüme ve kalkınma ile dış finansman arasındaki ilişki bu şekilde kurulur (Sönmez, 1998, ss.531-532).

Sermaye açığı içerisinde olan GOÜ, kalkınma problemlerini çözmek ve dış dengesizlerini finanse etmek için sermaye fonu fazlasına sahip SÜ'e bağımlı hale gelmektedir. Sermayenin uluslararası hareketliliğinde etkili olan faktörler, ekonomik, siyasi ve kurumsal kökenli olarak üç ana grupta toplanabilir:

Ekonomik faktörler, ev sahibi ülkenin ekonomik büyüme potansiyeli, taşıdığı ekonomik riskler, cari işlemler açıkları, düşük üretim maliyetleri, hisse senedi piyasalarının getiri oranları, dünya faiz oranları, SÜ'deki getiri oranları, ülkeler arasındaki faiz farklılıkları, döviz kuru değişimleri, Çok Uluslu Şirketler (ÇUŞ)'in pazar stratejileri, fırsatların küresel ölçekte değerlendirilmesi, risklerin azaltılmasına yönelik portföy çeşitlendirmesi güdüsü, vb.; siyasi kökenli faktörler, ev sahibi ülkenin siyasi istikrarı ve politik riskleri, ülkeler arasındaki tarihsel ve kültürel bağlar, siyasi ve askeri anlaşmalar, vb.; kurumsal kökenli faktörler ise hukuksal mevzuatlar, bürokratik düzenlemeler, sermaye ve para piyasalarının yapısı olarak sıralanabilir.

1.1. SERMAYE HAREKETLERİNİN SINIFLANDIRILMASI

Sermaye hareketleri, ev sahibi ülkede kaldığı süreye göre kısa ve uzun vadeli; kullanıldığı alanlarına göre kalkınma amaçlı, teknik amaçlı, savunma amaçlı ve ticari amaçlı; yönlendirildiği kurumlar açısından özel ve resmi olarak sınıflandırmak mümkündür. Bu çalışmada, 1990'lı yıllarda Sanayileşmiş Ülkeler (SÜ)'den Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ)'e ve Geçiş Sürecinde Olan Ülkeler (GSÜ)'e yönelen sermaye hareketlerinin niteliğinde ve niceliğinde meydana gelen değişmelerinin vurgulanmasında, Uluslararası Para Fonu (IMF) yapılan sınıflandırma, diğer sınıflandırmalarda kullanılan niteliklerle bağlantı kurularak ele alınmıştır. Bu sınıflandırmaya göre sermaye hareketlerinin yönlendirilmesinde daha etkin rol oynayan kurumlar açısından sermaye hareketleri, özel sermaye hareketleri ve resmi sermaye hareketleri olarak iki ana gruba ayrılır.

1.1.1. Özel Sermaye Hareketleri

Özel sermaye hareketleri, SÜ'deki büyük işletmelerin diğer ülkelerdeki pazarlara yönelik ekonomik faaliyetlerden kaynaklanan doğrudan yatırımlardan; bireysel ve kurumsal yatırımcıların risklerini dağıtmak için yaptığı portföy yatırımlardan; uluslararası para ve sermaye piyasalarından sağlanan ticari amaçlı kredilerden oluşur. Özel sermaye hareketleri, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olarak üç alt gruba ayrılır. Doğrudan yatırımlar, üretim sürecinin çok uluslulaşması ile; portföy yatırımları ve diğer yatırımlar, finansal bütünleşme ile bağlantılıdır.

Doğrudan yatırımlar, bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini artırmak yoluyla yapılan; sermayenin yanında teknoloji, işletmecilik bilgisi ve kontrol yetkisini de yanında getiren yatırımlardır (Karluk, 1997, ss.519). Doğrudan yatırımlar, aynı anda çeşitli ülkelerinde faaliyetlerde bulunan ÇUŞ tarafından yapılır. Firmaların çok uluslulaşma sürecinin gelişiminde, sosyal, siyasal, ekonomik, teknolojik, vb. kökenli içsel ve dışsal faktörlerin rolü vardır. Dışsal nedenler, dış ticaret sınırlamaları, ekonomik entegrasyonlar, taşıma maliyetlerinden tasarruf, ev sahibi ülkelerin kalkınmada karşılaştığı ekonomik zorluklar, teknolojik yenilikler ve fırsatların

değerlendirilmesi; içsel nedenler ise yurtiçindeki yasal engeller ve iç ekonomik tıkanıklar, firmaların oligopolistik endüstriyel yapısından kaynaklanan üstünlüklerini uluslararası alanda kullanılması olarak sayılabilir (Şatıroğlu, 1984, ss.27-43).

1980'lı yıllarda dünya ekonomisinde gözlenen eğilim, finansal piyasaların gelişmesi ve bütünleşmesidir. Finansal sistemin en önemli işlevi, borç alma ve borç verme işlemlerini kolaylaştırarak düzenli işleyişini sağlamasıdır. Finansal piyasalar, para ve sermaye piyasaları olarak iki parça halinde incelenebilir (Aksoy, 1998, ss.7-11):

Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Sermaye piyasası, hisse senedi ve tahvilleri kolayca pazarlayarak firmaların kaynak yetersizliğinin çözümüne yardımcı olur. Bu piyasadan sağlanan fonlar, firmaların bina, makine ve teçhizat gibi duran varlıkların finansmanında kullanılır.

Portföy yatırımları, yabancı yatırımcıların ev sahibi ülkenin sermaye piyasasında tahvil ve hisse senedi olarak gerçekleştirdikleri mali işlemlerdir. Portföy yatırımları, ülkeler arasındaki faiz farklılıklarına ve döviz kurlarına duyarlı olup, menkul kıymet kazançları peşinde koşan bir niteliğe sahiptir. Portföy yatırımları, genel olarak faiz hadlerinin ve risk unsurunun ülkeler arasında farklı oluşu ile açıklanır.

Portföy yatırımlarının açıklanmasına yönelik, "Portföyün Uluslararası Çeşitlendirilmesi" yaklaşımı ortaya atılmıştır. Bu yaklaşım, çeşitli ülkelere serpiştirilmiş yatırımlara ait kazançların varyansının (riskin) tek bir ülkede yapılmış yatırımlara ait kazançların varyansından (riskinden) daha küçük olacağını varsayar. Bu varsayıma göre, yatırımcı sermayesini kendi ülkesindeki alanların yanında diğer ülkelerdeki alanlara da yatırır ise daha kazançlı çıkar. Yatırımcılar, portföy kazançlarını yükseltmek için diğer ülkelerin sermaye piyasalarından alım yapar ve uluslararası düzeyde çalışan firmaların hisse senetlerini satın almayı, ulusal düzeyde çalışan firmaların hisse senetlerini satın almaya tercih ederler (Yıldırım, 1979, ss.23-28).

Para piyasası ise kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Para piyasalarından sağlanan fonlar, firmaların dönen varlıklarının finansmanında kullanılır. Para piyasası fonları, ülkelerarası faiz ve kur farklılıklarına, ekonomik ve sosyal gelişmelere çok duyarlıdır.

Diğer yatırımlar, para piyasasında işlem gören fonları kapsar. Diğer yatırımlar, özel ticari bankaların dış ticaretin finansmanına yönelik uluslararası ödünç verme işlemlerinden kaynaklanır; kısa ve uzun vadeli borçlanma yoluyla yurtdışındaki özel sermaye fonlarının getirilmesinden oluşur. Diğer yatırımlar, kendi içerisinde uzun ve kısa vadeli yatırımlar olarak ikiye ayrılır. Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri, 1 yıldan daha uzun bir vadeye sahip teminat ve anlaşmaları içerir. Bu hesap altında, ithalat ve ihracat ile ilgili krediler, finansal ödünç verme ve borçlanmalar vardır. Diğer kısa vadeli sermaye hareketleri ise vadesi 1 yıldan daha az vadeye sahip sermaye hareketlerini kapsar. Bu tür sermaye hareketleri, nakit durumlarını ve ödeme vadelerini iyileştirme mecburiyetinde olan işletmelerin faaliyetlerinden, bankaların kendi aralarında ve müşterileriyle yaptıkları finansal işlemlerden ve resmi döviz rezervlerinde değişikliklere yol açan, para otoritelerinin döviz piyasalarına müdahalelerinden oluşur (Plihon, 1995,ss.55).

1.1.2. Resmi Sermaye Hareketleri

Resmi kurumlar tarafından yönlendirilen sermaye hareketleri, ekonomik, politik ve askeri, kültürel ve tarihi, insancıl ve ahlaki vb. nedenlerden kaynaklanır. Resmi krediler, piyasa koşullarından uzak, düşük faizli ve uzun vadeli kredilerdir (Ünsal ve diğerleri, 1989, ss16). Bu nedenle resmi sermaye hareketleri, bir tür dış yardım niteliğindedir. OECD bünyesinde oluşturulan “Kalkınma İçin Yardım Komitesi (DAC)” yardım terimini, “kalkınma için kamusal yardım” veya “resmi yardım” anlamında kullanır. Kamusal yardımlar iki taraflı (Hükümetten hükümete) ve çok taraflı (Uluslararası kuruluşlar tarafından hükümete) olmak üzere iki grupta toplanır. İki taraflı yardımlar: Mali transferler (Proje kredileri), aynı yardımlar (Gıda yardımı) ve teknik yardım olarak üçe ayrılır. Çok taraflı yardımlar, uluslararası kuruluşlar veya örgütler tarafından sağlanır (Sönmez, 1998, s.115-116).

Resmi sermaye hareketleri, çoğunlukla program, proje, bağlı ve serbest krediler şeklinde gerçekleşmiştir. Program kredileri, hükümetlerin bir diğer hükümetten, ya da uluslararası bir kuruluştan anlaşmalarla, kalkınma planının dış finansman ihtiyacını gidermek üzere sağladıkları fonlardır. Proje kredileri ise hükümetlerin bir diğer hükümetten ya da uluslararası bir kuruluştan anlaşmalarla belirli bir projenin gerçekleştirilmesi amacıyla sağladıkları fonlardır. Proje kredileri, sadece verildikleri

projelerin gerçekleştirilmesinde kullanılır. Serbest krediler, diğer ülkelerden sağlanan finansmanın döviz olarak borçlanan ülkeye aktarılması ve borçlanan ülkenin bu fonları istediği şekilde kullanabileceği fonlardır. Bağlı krediler, borçlanan ülkeye alacaklı ülkeden mal ve hizmet alınması şartı ile sağlanan fonlardır.

Resmi kredilerin geri ödenmesinde güçlüklerin çıkması durumunda ise borç ertelenmesi ve refinansman kredileri şeklinde farklı krediler devreye girer. Borç ertelenmesi, vadesi gelen borçların düşük ek faizlerle daha sonraki tarihlerde ödenmesinin kabulüdür. Refinansman kredileri ise vadesi gelen bir borcun ödenmesini sağlamak için yeni bir kredinin açılmasıdır. Bu krediler dışında mali yardım, teknik yardım ve gıda yardımı; dış yardım konsorsiyumları ve bankalar konsorsiyumları ile oluşturulan fonlar; resmi ihracat kurumlarının kredileri; ihracat kredileri; alıcı ve satıcı kredileri gibi resmi kurumlar aracılığıyla yapılan ve ticari kredilere göre daha uzun vadeli daha düşük faizli resmi nitelikte olan sermaye hareketleri de vardır.

GOÜ'nün hükümetleri, SÜ'nün hükümetlerinden, uluslararası resmi kredi kurumlarından, resmi ihracat kurumlarından, ve uluslararası ticari bankalardan sermaye fonlarının aktarımında etkin bir rol oynamışlardır. Uluslararası resmi kredi kurumlarından Dünya Bankası grubu dahil olanlar: Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD), Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA), Uluslararası Finansman Kurumu (IFC), Çok Taraflı Yatırım ve Garanti Kurumu (MIGA)'dur. Bölgesel kalkınma bankaları: Avrupa Yatırım Bankası (EIB), İslam Kalkınma Bankası (IDB), Asya Kalkınma Bankası (ADB), Afrika Kalkınma Bankası (AfDB), Amerikalılararası Kalkınma Bankası (IADB), Karayipler Kalkınma Bankası (CDB), Doğu Afrika Kalkınma Bankası (EADB), Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD), Suudi Arabistan Kalkınma Fonu, Kuveyt Fonu ve Uluslararası Tarımsal Kalkınma Fonu (IFAD) vs. sayılabilir (Seyidoğlu, 1996, 631-635). Ayrıca Uluslararası Para Fonu (IMF), dış dengesizliklerin finansmanına yönelik kısa vadeli krediler sağlamaktadır.

Resmi ihracat kurumları, ait oldukları ülkenin ihracatını desteklemek amacıyla faaliyet gösteren resmi kredi kuruluşlarıdır. Bu kurumlara örnek olarak, ABD Eximbank, Japon Eximbank, Japon OECF, Kanada EDF, vb. verilebilir. Bu kurumların kredileri, ticari kredilere göre daha uygun koşullara sahiptir (Bal, 1998, ss.9).

1.2. TARİHSEL GELİŞİM SÜRECİ İÇERİSİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN GENEL EĞİLİMLERİ

Sermaye hareketlerinin genel eğilimlerinde meydana gelen değişimler, dünya ekonomisinin gelişim dinamikleri süreci içerisinde ve çalışmanın amacı doğrultusunda dört ana zaman diliminde özetlenmiştir. İlk olarak Sanayi Devrimini takip eden yıllardan 1913 yılına kadar geçen zaman dilimi, 1800-1913 dönemi olarak adlandırılmıştır. Bu dönemin en büyük özelliği, uluslararası üretim, ticaret ve sermaye hareketlerinin oldukça serbest olmasıdır. İkinci olarak 1914-1945 dönemi ele alınmıştır. Bu dönemde iki dünya savaşı ve dünya savaşları arasında ise 1929 Dünya Ekonomik Buhranı yaşanmıştır. Üçüncü olarak, 1946-1973 dönemi incelenmiştir. Bu dönem, dünya ekonomisinde yapısal bir dönüşümün hızlanmasını başlatan petrol krizine kadar geçen zaman dilimini kapsamıştır. Son olarak, 1973-74 Petrol Krizini takip eden yıllardan günümüze kadar olan zaman dilimindeki gelişmeler, 1974-1998 başlığı altında incelenmiştir.

1.2.1. 1800-1913 Dönemi

18. yüzyılın ikinci yarısında İngiltere’de gerçekleşen sanayi devrimi, geniş çapta makineleşmeye yol açmıştır. Sanayileri gelişen ülkeler, artan hammadde, maden ve petrol ihtiyaçlarını karşılamak için zengin maden yataklarına ve hammaddelere sahip olan az gelişmiş ülkelere yönelmişlerdir. İngiltere’nin, sanayisi için gerekli olan kaynakların sömürgesi altında olan ülkelere sağlamak için yaptığı yatırımlar, doğrudan yatırımların başlangıcı sayılmıştır. Özel sermaye yatırımları, önce İngiliz sömürge kolonilerinde daha sonra Güney Amerika kıtasında yoğunlaşmıştır. Güney Amerika ülkelerindeki zengin demir ve bakır madenleri, sanayi devrimini gerçekleştiren ülkelerin ilgi odağı olmuştur (Uras, 1979,ss.19, 30).

Uluslararası düzeyde faaliyet gösteren firmalar, 17. ve 18. yüzyılda ticaret alanında ortaya çıkmışlardır. Bu firmalar, ticaret faaliyetlerinin gereği olarak küresel ölçekte çalışmışlar, önemli miktarda dış yatırım yapmaksızın diğer ülkelerde şubeler ve temsilcilikler açarak faaliyetlerde bulunmuşlardır. Sanayi alanında faaliyet gösteren firmalar ise ticaret alanında faaliyet gösteren firmaları kullanarak mal ihracında

bulunmuşlardır. Ulaşım, haberleşme ve üretim teknolojisindeki ilerlemeler, 19. yüzyılın son çeyreğinde gerçek anlamda ÇUŞ'in sanayi alanında ortaya çıkmasını sağlamıştır.

Sanayi devrimini takip eden yıllarda, ulaşım, haberleşme ve üretim alanında çok önemli teknolojik gelişmeler olmuştur. 19. yüzyılın ilk yarısından itibaren demiryolları ağı genişlemiş, buharlı gemiler artmış, kara taşıtları kullanılmaya başlanmış, denizaltı telgraf kabloları ile kıtalararası haberleşme sağlanmış ve telefon icat edilmiştir. Sanayi devrimini diğer ülkelerden daha önce gerçekleştiren ve sahip olduğu ekonomik gücü kullanmak isteyen İngiltere, dış ticaretini serbestleştirmiştir. İngiltere'yi diğer ülkelerin izlemesi, taşımacılık ve haberleşme maliyetlerinin düşmesi, dış ticaretin yanında sermaye hareketlerinin artmasına yol açmıştır.

Chicago, Londra, Melbourne ve Manchester gibi ticaret ve mali merkezlerinin, haberleşmedeki yenilikler sayesinde birbirine bağlanması, binlerce millik uzaklıktaki yerlerle günlük ticareti ve fiyat belirlemeyi olanaklı hale getirmiştir. Bono piyasaları da birbirlerine sıkı bir şekilde bağlanmış, portföy ve doğrudan yatırımlar biçiminde büyük miktarlarda özel sermaye hareketleri olmuştur. 1870-1913 yılları arasında portföy yatırımları, ticaret, doğrudan yatırımlar ve üretimden daha hızlı artmıştır. Hükümetlerin sermaye hareketleri üzerinde kısıtlamaları çok düşük düzeyde olduğu bu dönemde birçok ülke bu piyasalarda tahvil ihraç ederek kolayca uzun vadeli sermaye fonları elde etmişlerdir. I. Dünya Savaşı öncesinde ekonomiler, büyük ölçüde uluslararası hale gelmiştir. Dışa açıklık oranını (İhracat ve ithalatın yurtiçi gayri safi hasılaya oranı) ölçüt olarak aldığımızda, 1913 yılında İngiltere'de bu oran, % 44,7; Fransa'da % 35,4; Almanya'da % 35,1; Japonya'da % 31,4'dür. İki dünya savaşı arasında çarpıcı düşüşten sonra bu oranlar tekrar yükselse de tekrar eski düzeylerine çıkamamışlardır. Sırasıyla bu oranlar 1973 ve 1993 yıllarında İngiltere'de, % 39,3 ve % 40,3; Fransa'da % 29,0 ve % 32,4; Almanya'da % 35,2 ve 38,3; Japonya'da % 18,3 ve % 14,4 olarak değişmiştir (Hirst ve Thompson, 1998, ss.8-9).

Sömürge ülkeleri, 19. yüzyılda siyasi bağımsızlıklarını kazanmış, yetersiz sermaye fonlarından dolayı yatırımların ve diğer harcamaların finansı için dış kaynaklara yönelmişlerdir. Özellikle Latin Amerika ülkeleri, Osmanlı Devleti ve Mısır, 19 yüzyılın ikinci yarısından itibaren aşırı borçlanma sürecine girmişlerdir. 19 yüzyılın son çeyreğinde, ilk dış borç krizi belirlemiştir (Sönmez, 1999, ss.23-25).

20. yüzyılın başlarına kadar SÜ'den diğer ülkelere transfer edilen sermaye, önce doğal kaynakların işlenmesine ve sonrasında altyapı alanlarına yönelmiş, şekil itibariyle hükümet garantileri taşıyan tahvillerin satışı (portföy yatırımı) şeklinde olmuştur (Alpar, 1980, ss.4). 1850'li yıllardan I. Dünya Savaşına kadar, en büyük sermaye ihracını gerçekleştiren ülke İngiltere olmuştur. 1913 yılı itibariyle İngiliz dış yatırımlarının yaklaşık, % 85'i yabancı devlet ve şirketlere ait sabit getirili borçlanma tahvillerine yatırılmıştır. 1914 yılında ABD'nin dış yatırımlarının yaklaşık % 75'i dış doğrudan yatırımlar şeklinde olmuştur. İngiltere ve ABD arasındaki en büyük fark, ihraç ettikleri sermayenin bileşimindeki farklılıktan kaynaklanmıştır (Yıldırım, 1979, ss.61-65).

I. Dünya Savaşı öncesinde Avrupa kıtası, sermaye ihracında lider durumdaydı. Londra, Paris, Roma, New York gibi mali merkezler, sermayenin uluslararası dağılımında devreye girmişler; özel kuruluş ve kişilerden diğer devletlere verilen borçlara aracılık etmişlerdir. Böylece İngiltere, Fransa ve Almanya gibi mali açıdan güçlü olan ülkeler, sermayelerini en yüksek getirilerin olduğu ülkelere yöneltmişlerdir (Sönmez, 1998, ss. 58-59).

Bu dönemde, uluslararası altın standardına dayanan fiyat-altın para akımı mekanizması uygulanmış; çok az kısıtlanmış kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri, dış dengesizliklerin çözümünde aktif bir rol üstlenmiştir. Sermaye hareketleri, ülkelerin uzun süreli açık veya fazla vermesini engellemiş, dış denkleme sorunlarına çözüm getirmiştir (Seyidoğlu, 1996, ss. 343-345).

TABLO 1.1: I. VE II. DÜNYA SAVAŞI ÖNCESİNDE YATIRIMLARIN YATIRIMCI VE YATIRILAN ÜLKELERE GÖRE DAĞILIMI

Yatırımcı Ülke	1913		1938		Ev sahibi Bölge	1913		1938	
	Milyar \$	%	Milyar \$	%		Milyar \$	%	Milyar \$	%
İngiltere	18,0	40,9	22,9	43,3	Avrupa	12,0	27,3	10,3	18,8
Fransa	9,0	20,4	3,9	7,4	L. Amerika	8,5	19,3	11,4	20,7
Almanya	5,8	13,2	0,7	1,3	K. Amerika	10,5	23,9	13,6	24,8
ABD	3,5	8,0	11,5	21,8	Asya	6,0	13,6	11,2	20,4
Diğerleri	7,7	17,5	13,8	26,2	Diğerleri	7,0	15,9	8,4	15,3
Toplam	44,0	100,0	52,8	100,0	Toplam	44,0	100,0	54,9	100,0

Kaynak: Alpar, 1980, ss.6-7.

1.2.2. 1914-1945 Dönemi

Pazar paylaşımından kaynaklanan I. Dünya Savaşı'nın ardından, özellikle 1923-1928 döneminde ekonomik gelişme sağlanmıştır. Bu dönemde ABD'nin sermaye ihracında payı yükselmiş; ancak 1929 Ekonomik Buhranı, dış varlıklardaki gelişmeyi olumsuz etkilemiştir (Tablo 1.1).

1929 Ekonomik Buhranı'nın yol açtığı ekonomik gelişmeler, Amerika ve Avrupa ülkelerinde insanların mevduat kurumlarına duydukları güveni sarsmış ve tasarrufların bankalardan çekilmesine yol açmıştır. Avusturya ve Almanya'da yoğun sermaye çıkışları olmuştur. 1931 yılında Avrupa ülkeleri mali piyasaları krize girmiş ve altın standardı uygulamasında vazgeçilmiştir (Özbek, 1999, ss.49).

1929 Ekonomik Buhranını izleyen yıllarda birçok ülkede devletçi hükümetler, iktidara gelmiş; korumacılık eğilimleri artmış ve dışa kapalı ekonomik yapılar oluşmuştur. Ekonomik milliyetçilik anlayışı, SÜ'deki iç tasarrufun ekonomik daralmanın etkisiyle azalması, borçlu ülkelerinin borçlarının ödemede sıkıntıya düşmesi ve II. Dünya Savaşı yılları, dünya ticaretini ve sermaye ihracını olumsuz yönde etkilemiştir. Doğrudan yatırımları için, yatırım yapılan ülkelerde güven ve istikrar ortadan kalkmış; yatırım sahibi ülkeler, yatırımlarını tasfiye etmeye yönelmişlerdir.

1.2.3. 1946-1973 Dönemi

II. Dünya Savaşı sonrasında yıkılan ekonomilerin onarımını kolaylaştıracak, kalkınma sorunlarını çözecek ve uluslararası ticaretin pürüzsüz işlemesini sağlayacak bir uluslararası ticari ve mali sistemin kurulmasına ihtiyaç duyulmuştur.

ABD, II. Dünya Savaşı sonrasında uluslararası ekonomik ve parasal bir düzeninin oluşturulmasında önderlik etmiştir. Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası (IBRD) gibi kuruluşların ortaya çıkışı, uluslararası mal ve sermaye hareketliliğinde etkili olmuştur. Bu amaç doğrultusunda, ayarlanabilir sabit kur modeline dayanan Bretton Woods Sistemi (BWS) kurulmuş ve uluslararası para sistemini düzenleme görevi de IMF'ye verilmiştir.

ABD, Avrupa'nın yeniden inşasına yönelik Marshall Yardım Programı² kapsamında Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü (OEEC) üyesi 16 ülkeye, 1948-1952 kesitinde % 90'ı bağış olmak üzere toplam 12,8 milyar \$ tutarında kaynak aktarmıştır. Marshall Planı, sağlanan kaynakların donanım malları yatırımlarında kullanılması, dış ticarete serbestleşmeye gidilmesi, dış ödemeler bilançosunda dengenin sağlanması, denk bütçe uygulaması ve ABD'nin hammadde kaynaklarına serbestçe ulaşması koşullarını getirmiştir. ABD, bu plan aracılığıyla ilgili ülkelerin milli gelirlerini %15-25 arasında artırmış, yeni pazarlara ve hammaddelere kısıtlama olmaksızın ulaşmış ve siyasal anlamda Batı dünyasının liderliğini elde etmiştir (Sönmez, 1998, ss.87-88).

1950'li yıllarda GOÜ'e yönelen sermaye hareketleri genel olarak resmi kurumlardan bağışlar, mal transferleri ve iki taraflı anlaşmalardan oluşmuştur. Bu yıllarda en büyük kreditor, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) olmuştur. 1960'lı yıllarda Batı Avrupa Ülkeleri de sermaye hareketlerinin kaynağı olmuş, Avrupa'da kurulan euro-dolar piyasaları hızla gelişmiş ve çok taraflı anlaşmalar yoluyla özel sermaye hareketleri artmaya başlamıştır. 1973-74 petrol krizi, petrol ithalatçısı GOÜ'in ödemeler dengesi üzerine olumsuz etkiler yaratmış ve GOÜ için dış kaynaklar, kalkınmanın finansmanından ziyade dış dengesizliklerin finansmanı haline gelmiştir (Bal, 1998, ss.33-36).

ÇUŞ, dünya ekonomisinde başlayan ekonomik büyüme döneminde uluslararası ekonomik ilişkilerde ağırlıklarını gittikçe artırmışlardır. 1950'li yıllardan itibaren ABD kökenli ÇUŞ, daha önce girdikleri pazarda güçlenmek, yeni pazarlar elde etmek, diğer ülkelerdeki düşük üretim fırsatlarından yararlanmak, gümrükleri aşmak, vb. stratejileri ile dışa açılmışlardır. ABD kökenli ÇUŞ'in doğrudan yatırımları, 1950-57 arasında 11,8 milyar \$'dan 25,4 milyar \$'a çıkarak ikiye katlanmış, 1957-66 yılları arasında da 51,8 milyar \$'a çıkarak yeniden ikiye katlanmıştır (Ikeda, 2000, ss.69). ABD kökenli ÇUŞ'i, 1960'lı ve 1970'li yıllarda Avrupa ve Japonya kökenli ÇUŞ izlemiştir; küresel ölçekte doğrudan yatırımlar artmaya başlamıştır. 1970'li yılların başında 10.000 ÇUŞ ve

² II. Dünya Savaşı sonrasında çok taraflı ticarete yönelen başlıca tehdit, dolar kıtlığı olmuştur. ABD'nin 10 milyar \$'lık yıllık dış ticaret fazlalıkları, doları uluslararası ödemeler ve rezerv için kullanan ülkelerde dolar kıtlığına yol açmıştır. Avrupa ve Asya ülkelerinin ABD ihracat mallarını alacak mali güçlerinin zayıf olması, deniz aşırı pazarların ABD'ye kapanmasına neden olmuş ve serbest ticaretin gerçekleşmesini zorlaştırmıştır. Marshall Planı, dolar kıtlığı ile başa çıkılmasında geçici bir çözüm olmuş ve Avrupa ülkelerini çok taraflı ticarete yönlendirmek için bir başlangıç oluşturmuştur (Reifler ve Sadler, 2000, ss. 27-29).

bu ÇUŞ'e bağlı 30.000 işletme sayısı, 1970'li yılların sonlarında 11.000 ve 88.000 olarak değişmiştir (Sönmez, 1998, s.185). Doğrudan yatırımlar, 1950'li ve 1960'lı yıllarda gümrük duvarlarını aşmak girişiminden kaynaklanmış; 1970'li yıllarda söz konusu pazarların güvence altına alınması ve ucuz işgücü maliyetlerinden yararlanarak üretim maliyetlerinin düşürülmesine yönelik olmuş; 1980'li yıllarda ise finans gibi hizmetler sektöründeki gelişmelerle bağlantılı olarak gerçekleşmiştir (Reifler ve Sadler, 2000, ss.64).

1970'li yıllara kadar resmi kaynaklı sermaye hareketleri, toplam sermaye hareketlerinin % 50'sinden fazla olmuştur. 1970'li yıllardan itibaren sermaye hareketlerinin yönlendirilmesinde özel kesimin ağırlığı artmaya başlamıştır. 1973-74 Petrol Krizini izleyen yıllarda GOÜ'e yönelik sermaye girişleri olağanüstü artmıştır (Tablo 1.2).

TABLO 1.2. GOÜ YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİ (1962-1977)

YILLAR	RESMİ		ÖZEL		TOPLAM
	Milyar \$	%	Milyar \$	%	
1962-65	24,114	65,2	12,923	34,8	37,037
1966-69	27,724	56,5	21,388	43,5	49,112
1970-73	30,433	46,7	34,630	53,3	65,063
1974-77	67,356	43,2	88,636	56,8	155,992

Kaynak: OECD Development Assistance Review 1968-71,
OECD Development Co-operation Review 1972-78. (Aktaran: Alpar, 1980, ss.9)

1.2.4. 1974-1998 Dönemi

BWS, taşıdığı aksaklıklar³ nedeniyle, döviz ve altın piyasalarında spekülasyon ortamları oluşturmuş ve 1973 yılının Mart ayında SÜ'in döviz kurlarını dalgalanmaya bırakması ile yıkılmıştır. Döviz kuru kontrollerinin terk edilip geçici olarak dalgalı döviz kuru rejimine geçilmesi süreklilik kazanmıştır. 1973 yılının sonlarında Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC)'ün petrol fiyatlarını yükseltmesi ve ABD'nin Vietnam'dan yenilgi ile ayrılması, dünya ekonomisinde durgunluk ve dengesizlikler oluşturmuştur.

³ BWS'nin temel aksaklıkları beş grupta toplanabilir: Dış denkleme sorunu, likidite sorunu, güvensizlik sorunu, emisyon kazançları sorunu ve az gelişmiş ülkelerinin kalkınmasına çözüm bulamama sorunu (Seyidoğlu, 1996, s.504).

OPEC ülkeleri, fiyat artışları ile birlikte kaynak fazlalıkları sahip olmuşlar ve bu kaynakları Euro-piyasalara arz etmişlerdir. Petrol Krizi, petrol ithalatçısı GOÜ'in dış ödeme dengesizlikleri ciddi boyutlara çıkarmıştır.⁴ SÜ'in ekonomilerinde daralma başlaması nedeniyle resmi krediler azalmış ve GOÜ'in resmi kurumlardan sağladıkları kaynaklar yetersiz kalmıştır. Uluslararası bankalarda biriken petro-dolarlar, IMF gözetiminde kaynak sıkıntısı içindeki GOÜ'e kredi şeklinde verilmiştir. Bu gelişmeler, euro-piyasalarda arz-talep patlamasına ve yeniden dolaşım süreci adı altında GOÜ'e büyük hacimli sermaye hareketlerinin gerçekleşmesine yol açmıştır⁵.

Böylece, GOÜ ihracatlarını artırma gereği olmadan ithalatlarını artırabilme, büyüme oranlarını koruma ve sürdürme olanağı bulmuşlar; uluslararası bankalar bu işlemlere aracılık etmekten kazanç sağlamışlar ve SÜ ise GOÜ'in ithalat seviyelerini sürdürmelerinden dolayı, ihracatlarının devamlılığını sağlamışlardır.

BWS'in yıkılması ile hızlanan küreselleşmenin en belirgin etkileri, sermaye hareketleri ve mali piyasalar üzerinde olmuştur. Dünya ekonomisinde 1960'lı yıllarda likidite sıkıntısı, 1970'li yıllarda likidite bolluğu yaşanmıştır. Bu likidite fazlası, dünyada borç ekonomilerin oluşmasında etkili olmuştur. 1960'lı yıllarda dünya ekonomisinin likiditesi BWS çerçevesinde, ABD ekonomisinin ödemeler dengesine ve dünya ekonomisindeki genişlemeler ise ABD'nin cari açıklarının artmasına bağlı hale gelmiştir. Bu kısıtlama, 1973-74 Petrol Krizinin ardından uluslararası mali aracılığın gelişmesi ile ortadan kalkmış ve likidite bolluğu belirlemiştir. Euro-döviz hesaplarındaki artışlar, resmi rezervlerin artışından fazla olmuştur. 1970'de 100 milyar \$ olan brüt hacim 1979'da 1.100 milyar \$'a çıkmış ve 1982'de 2.000 milyar \$'a ulaşmıştır. Euro-dövizin, özellikle euro-doların uluslararası likiditenin ana kaynağını oluşturması nedeniyle bu gelişmeler önemlidir. 1970'li yılların ortalarından itibaren bankacılık hizmetlerinde uluslararası işlemler, önem kazanmış; uluslararası iktisadi düzenlemelerde mali gelişmeler, reel sektördeki gelişmelerin giderek önüne geçmeye ve ulusal ekonomileri yönlendirmeye başlamıştır (Sönmez, 1998, ss.196-200).

⁴ Petrol ithalatçısı ülkeler, artan petrol fiyatları yüzünden 1974 yılında 5 yıl öncesine oranla 8 kat daha fazla ödeme yapmak zorunda kalmışlardır (Oktar, 1988, ss.5).

⁵ Özel bankaların GOÜ'e verdiği petro-dolar kaynaklı krediler 1972 yılından 1981 yılına kadar miktar olarak her yıl ortalama 29 milyar \$ ve oran olarak % 32,5 artmıştır (Oktar, 1988, ss.5).

Sonuçta herkesin memnun kaldığı petro-dolarların tekrar dolaşıma iadesi süreci, ekonomik durgunluğun yoğun bir krize dönmesini önlemiştir. 1970’li yılların sonlarında dünya ekonomisinde artan istikrarsızlıklar, kredi veren kurumların değişen faiz ile GOÜ’e kredi vermesine yol açmıştır. Değişken faiz sisteminde tüm riskler borçlu ülkelerin üzerinde kalmıştır. 1977 yılından itibaren dünya reel faizlerinin yükselmeye⁶ ve ticaret hadleri GOÜ’in aleyhine dönmeye başlamıştır. Bu durum, GOÜ’de borçların düzenli olarak ödenememesine ve borç krizlerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. 1970 yılında 62,5 milyar \$ olan GOÜ’in toplam dış borcu, 1980 yılında 561,4 milyar \$ düzeyine çıkmış ve 1984 yılında ise 845,6 milyar \$ olmuştur (Kazgan, 1995, ss.53-54).

Kaynak aktarımının kesintiye uğraması, ağır borçlu ülkelerin bir çoğunda, dış borç krizlerine yol açmıştır. 1982 yılında Meksika’nın dış borç servisini geçici olarak askıya aldığı açıklaması, dış borç krizlerini başlatmıştır. 34 ülke, 1982 yılı sonunda dış borç servislerini yerine getirememiştir. Borç krizine giren ülkeler, IMF ile stand-by anlaşmaları yaparak, kısa vadeli istikrar paketlerini açmış; orta ve uzun vadeli yapısal uyum programları uygulamaya koymuşlardır (Sönmez, 1998, ss.301-303).

Dış borç krizleri ve SÜ’deki ekonomik canlanma, 1980 yılların sonuna kadar sermayenin GOÜ’den uzak durmasına neden olmuştur. Uluslararası bankalar, borç krizleri yaşayan GOÜ’in risklerin artması sonucu yeni kredi vermekten kaçınmışlar; GOÜ, geçmiş yıllardaki gibi borçlanmamaya çalışmışlardır. Dış finansman ihtiyacı için kredi şeklindeki parasal kaynaklar yerine daha az maliyetli olduğu düşünülen sermaye piyasalarına yönelme eğilimi ağırlık kazanmıştır.

GOÜ’de büyüyen özel sektör yatırımlarının finansmanında portföy yatırımlarını önemi artmaya başlamıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak dünya ekonomisinde finansal piyasalara katılım engellerinin azalması konularda düzenlemelere gidilerek daha liberal uygulamalar başlatılmıştır.

⁶ Başlangıçta düşük olan reel faizler dış borçlanmayı artırmıştır. Düşük reel faizler, 1970’li yılların sonuna kadar dış kredilerin sabit oranlı olmasından kaynaklanmıştır. Enflasyon artışı, reel faizleri sıfıra yaklaştırmıştır. Ancak 1978 yılından sonra ABD’de başlayan daraltıcı para politikası, reel faizlerin yükselmesine yol açmıştır. 1981 yılı ortalarında Londra Bankalararası Faiz Oranı (LIBOR) % 17’ye yükselmiştir. Oysa bu oran 1974 yılında % 7’nin altındaydı. Faiz oranlarındaki bu artış, borçlu ülkelerin borç servis yükünü artırmıştır (Oktar, 1988, ss.8-9).

Sermaye piyasalarında toplam hisse senedi ihracı, 1960 yılında 500 milyar \$'dan 1990 yılında 8,300 milyar \$'a çıkmıştır. Bu dönem boyunca ABD'nin payı % 73,3'ten % 33,2'ye düşmüş, Avrupa'nın payı %21,3'ten %23,9'a çıkmış, Japonya'nın payı çok düşük bir orandan % 33,2'ye çıkmıştır. Finansal piyasaların serbestleşmesi ve bütünleşmesi, bir ülkedeki bir yatırımcıya tüm dünyada finansal varlıklara yatırım yapabilme olanağını sağlamıştır. Örneğin, 1990 yılında 44,425 milyar \$'a varan toplam dünya finansal varlıkların % 50'si, ABD yatırımcılarının erişimine açıktır (Ikeda, 2000, ss.66-67).

GOÜ, dış borç krizlerinden sonra IMF gözetimi altında yapısal uyum programlarını uygulayarak sermaye için daha güvenli ve daha yüksek getiri oranı sunan yatırım ortamı oluşturmuşlardır. ABD 1987 Borsa krizi ve SÜ'de başlayan durgunluğu izleyen yıllarda faiz oranları çok düşük seviyelere inmesi (Şekil 1.3), sermaye fonlarının 1990'lı yıllarda yeniden GOÜ'e yönelmesinde etkili olmuştur. 1989 yılında Sovyetler Birliği'nin dağılma sürecine girerek, Soğuk Savaş ortamının sona ermesi ve teknolojik yenilikler, sermaye hareketlerinin niceliğinde ve niteliğinde büyük değişmelerin olmasında etkili olmuştur.

Dünya ekonomisi, 1990 sonrasında önemli gelişmelere sahne olmuştur. 1990 yılının sonlarında meydana gelen Körfez Krizi, 1991 yılının başlarında savaşa dönüşmüş, 1992-1993 yılında Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi ve 1994-1995 Latin Amerika Kur Krizi yaşanmıştır. 1990'lı yılların ortalarına kadar gerçekleşen siyasi ve ekonomik krizler, net sermaye girişlerinin artışı yavaşlatmış, ancak yüksek miktarlarda olmasını engelleyememiştir.

1996 yılında GOÜ'e yönelen sermaye girişleri, en yüksek miktara ulaşmıştır. Doğu Asya bölgesinde yoğun sermaye girişleri, bölge ülkelerin ekonomilerinde, spekülasyon faaliyetleri hızlandırmıştır. Ekonomik dengelerin bozulmasından önce bölge ülkelerin ekonomisinde sermaye çıkışları başlamış ve sonra tüm dünya ekonomisini etkileyen bir kur krizine dönüşmüştür.

1997 Doğu Asya Kur Krizi ve 1998 Rusya Mali Krizi, GOÜ'e yönelen sermaye girişleri miktarını düşürmüştür. Uluslararası mali kurumlar GOÜe yönelik yeni krediler verme konusunda daha titiz davranmaları, kredi derecelendirme kurumlarının GOÜ

ekonomisine verdikleri kredi notlarına kuşku ile bakılması ve dünya ekonomisinin 1999 yılında daralma yaşayacağı beklentilerinden sermaye hareketleri, özellikle portföy yatırımları, olumsuz etkilenmiştir (Tablo 1.3).

1990'lı yılların sonlarında göze çarpan bir eğilim, uluslararası anlaşmalar ile sermaye hareketlerinin serbestliğini artırma çabalarıdır: 1998 yılında IMF, anasözleşmesini değiştirmiş ve cari işlemler bilançosunun serbestleştirilmesi yanında konvertibilite için sermaye hareketlerinin serbestliği şartını getirmiştir. Aynı dönemde devreye sokulan bir diğer anlaşma, yabancı yatırımların risklere karşı sigortalanması ile ilgilidir. Toplumsal-siyasal çalkantılar, kamulaştırma-devletleştirme, taşınmazların istimlaki, hükümetlerce getirilen kambiyo kısıtlamaları, vb. risklere karşı doğrudan yatırımlar 15 yıl süreyle sigortalanmaktadır. Bu anlaşma Dünya Bankası'nın bir alt kurumu olan MIGA (Multilateral Investment Guarantee Agency) tarafından yürütülmektedir. Dünya Ticaret Örgütü (WTO) çerçevesinde 1998 yılında finansal hizmetlerin serbestleşmesine ilişkin bir anlaşma imzalanmıştır⁷. OECD çerçevesinde yabancı yatırımların korunması ya da sigortalanmasının yanında ulus devlet, sivil toplum örgütleri, halk, sendikalar karşısında sahip olacağı hakları anlaşmaya bağlamak amacıyla Çok Taraflı Yatırım Anlaşması (Multilateral Agreement on Investment, MAI) hazırlanmış, ancak kısa bir süre içerisinde her ülkede tartışılmış ve şimdilik rafa kaldırılmıştır. MAI'ye tepkiler şu maddelerden kaynaklanmıştır: MAI'yi imzalayan ülkelerde yasal düzenin tam olarak MAI'ye uydurulması; geçmişteki yatırımları da kapsamaması; devletin yabancı firmaların serbest faaliyetini engellemesi, rekabet koşullarını bozması durumunda uluslararası tahkim komisyonunda tazminat talebiyle yargılanamaması; devletin bu firmalardan teknoloji transferi, ihracat yapma, vb. koşulları yerine getirme talebinde bulunamaması sayılabilir. Yani devlet, istediği bir ekonomi politikasını uygulayamayacaktır. Ayrıca imzacı ülke beş yıl süreyle anlaşmayı feshedemez, feshederse de anlaşma on beş yıl yürürlükte kalır (Kazgan, 1999, ss. 208-209). MAI'yi imzalayan ülkeler, en az kendi yatırımcılarına gösterdiği muamele kadar yabancı yatırımcılar iyi bir muamele göstermeyi taahhüt etmiş olmaktadır. Dolayısıyla yabancı şirketlere yerli şirketlerden daha kötü davranılmasının yolu kapanmakta ancak daha iyi davranmanın yolu açık tutulmaktadır (Oyan, 1998, ss. 286).

⁷ Türkiye, bunların ikisini de imzalayanlar arasındadır.

1.3. 1990'LI YILLARDA SERMAYE HAREKETLERİNİN NİCELİĞİNDE VE NİTELİĞİNDE MEYDANA GELEN DEĞİŞMELER

1990'lı yıllarda sermaye hareketlerinin aktarım kurumları değişmiş ve küresel ölçekte dolaşan sermayenin hacmi artmıştır. Bu yıllarda ticari bankalardan yapılan borçlanmaların çok önemli bölümü, önceki yıllardan farklı olarak özel sektöre ait banka ve firmalar tarafından yapılmıştır.

Gelişmekte Olan Ülkelere (GOÜ), Geçiş Sürecindeki Ülkelere (GSÜ) ve bazı Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkelerine (YSAÜ) yönelik toplam net sermaye hareketleri, 1984-89 dönemi için yıllık ortalama 39,1 milyar \$ seviyesindeyken, 1990-96 dönemi için yıllık ortalama 159,0 milyar \$ seviyesine çıkmıştır (Tablo 1.3). Bu olağanüstü artış, tamamen net özel sermaye hareketlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. 1984-89 döneminde yıllık ortalama 12,6 milyar \$ olan net özel sermaye hareketleri, 1990-96 döneminde yıllık ortalama 141,6 milyar \$'a yükselmiştir. Net resmi sermaye hareketleri ise 26,5 milyar \$'dan 17,4 milyar \$'a düşmüştür. Bu verilere göre toplam net sermaye hareketleri içerisindeki net özel sermaye hareketlerinin payı % 32'den % 89'a çıkmıştır. Net resmi sermaye hareketlerinin payı ise % 68'den % 11'e düşmüştür. Toplam net sermaye hareketleri içindeki net özel sermaye hareketlerinin yüksek bir paya sahip olması, sermaye hareketlerinin niteliğinin ve dolayısıyla etkilerinin değişmesi sonucunu ortaya çıkarmıştır. Sermaye hareketleri, önceki dönemlere göre daha kısa vadeli, daha spekülasyon ve daha yüksek bir dolaşım özgürlüğüne sahip bir niteliğe bürünmüştür.

TABLO 1.3: TOPLAM NET SERMAYE HAREKETLERİ⁽¹⁾

	1984-89 ⁽²⁾	1990-96 ⁽²⁾	1994	1995	1996	1997	1998
Toplam	39,1	159,0	153,9	216,9	217,3	140,3	106,3
Net Özel Sermaye Hareketleri	12,6	141,6	156,3	194,0	214,9	117,8	69,5
Net Doğrudan Yatırımlar	13,1	64,6	83,5	99,3	121,1	145,0	127,3
Net Portföy Yatırımları	4,4	64,0	106,6	39,3	79,9	66,6	42,0
Diğer Net Yatırımlar	-4,9	13,0	-33,8	55,4	13,9	-93,8	-99,8
Net Resmi Hareketleri	26,5	17,4	-2,4	22,9	2,4	22,5	36,8
Rezervlerdeki Değişme ⁽³⁾	-11,2	-71,3	-65,3	-120,0	-105,5	-44,2	-29,2

Kaynak: IMF, World Economic and Financial Surveys, Aralık 1998, ss.84, Tablo 4.9'un düzenlenmesi ile hazırlanmıştır.

1) Bu tablodaki toplam net sermaye hareketleri, GOÜ, GSÜ ve bazı Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkelerine (G. Kore, Singapur ve Tayvan) yönelik miktarları yansıtmaktadır.

2) Veriler, bu dönemler için yıllık ortalamalardır ve milyar ABD \$'dır.

3) (-) işaret rezervlerdeki artışı göstermektedir.

Tablo 1.3'de toplam net sermaye hacmi artışı açısından, 1995 ve 1996 yıllarında olumlu; 1995, 1997 ve 1998 yıllarında ise olumsuz gelişmeler olmuştur. 1995 ve 1996 yıllarında GOÜ'e, GSÜ'e ve YSAÜ'ne yönelen sermayenin hacmi 200 milyar \$'ı geçmiştir. Bu hacim artışı, özel sermaye tarafından sağlanmıştır.

1984-89 döneminde sırayla yıllık ortalama 13,1 ve 4,4 milyar \$ olan net doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları, 1990-96 döneminde yıllık ortalama 64 milyar \$ seviyesine çıkmıştır. Bu gelişme, 1990'lı yıllarda portföy yatırımlarının doğrudan yatırımlar kadar önemli hale geldiği vurgular (Tablo 1.3).

1994 yılının sonlarında başlayan Latin Amerika Kur Krizi, 1997 Doğu Asya Kur Krizi ve 1998 Rusya Mali Krizi, toplam net sermaye hareketinin hacmini düşürmüştür. Diğer yatırımlar, özel sermaye hareketlerinin hacmini azaltarak, bu düşüşte etkin bir rol oynamıştır. 1997 ve 1998 yıllarında diğer yatırımlar kaleminden, toplam 200 milyar \$'a yakın spekülasyon amaçlı sermaye çıkışı olmuştur.

TABLO 1.4: BÖLGELERE GÖRE NET ÖZEL SERMAYE HAREKETLERİ

	1984-89 ⁽¹⁾	1990-96 ⁽¹⁾	1994	1995	1996	1997	1998
GOÜ	17,5	128,7	133,5	147,3	190,9	131,8	87,5
Afrika	2,3	3,7	8,8	10,4	5,1	14,1	7,3
Asya	13,1	56,0	64,8	91,7	100,2	21,5	-18,3
Ortadoğu ve Avrupa	2,3	22,9	13,0	7,0	3,9	7,9	24,9
Batı Yarımküre	-0,2	46,1	46,9	38,2	81,7	88,3	73,6
GSÜ	-1,7	10,6	18,9	42,6	16,1	22,6	13,2
YSAÜ⁽²⁾	-3,2	2,3	3,9	4,1	7,9	-36,6	-31,2
TOPLAM	12,6	141,6	156,3	194,0	214,9	117,8	69,5

Kaynak: IMF, World Economic and Financial Surveys, Aralık 1998, ss.84, Tablo 4.9'un düzenlenmesi ile hazırlanmıştır.

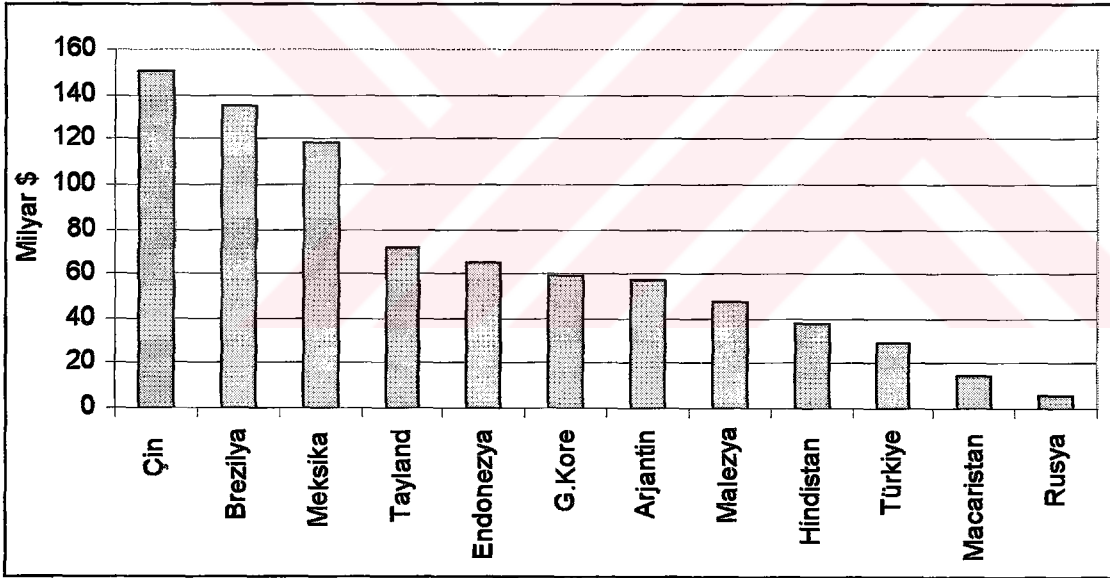
1) Veriler, bu dönemler için yıllık ortalamalardır ve milyar ABD \$'dır.

2) Bazı Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkeleri: G. Kore, Singapur ve Tayvan.

Net özel sermaye hareketlerinin en yüksek miktarı GOÜ'e yönelmiştir. GOÜ'in bir çoğunda, sermaye girişini özendirmek için devalüasyona karşı direnen (kur riskine karşı korumalı) döviz kuru politikaları ve yüksek faiz sunan politikalar uygulanmıştır. Asya ve Batı Yarımküredeki GOÜ, yüksek büyüme potansiyelleri ve kazanç olanakları nedeniyle tercih edilmiştir. 1990'lı yıllarda Ortadoğu ve Avrupa'daki GOÜ'e de büyük miktarlarda net özel sermaye girişleri olmuştur. GSÜ ve YSAÜ yönelen yıllık ortalama sermaye hareketleri, GOÜ'e yönelen miktarın çok altında kalmıştır.

1997 Doğu Asya Kur Krizi'nin etkisi, 1997 ve 1998 yıllarında özel sermayenin bu bölgedeki GOÜ'den ve YSAÜ'nden uzak durmasına neden olmuştur. 1997 Doğu Asya Kur Krizi, Asya kıtasındaki GOÜ'yi ve YSAÜ'ni oldukça şiddetli etkilemiştir. Asya kıtasındaki GOÜ'e yönelen özel sermaye hareketi, 1996 yılında 100,2 milyar \$'ıyken 1997 yılında 21,5 milyar \$'a ve 1998 yılında ise -18,3 milyar \$'a düşmüştür. YSAÜ'nde ise önceki yıllarda gelen sermayeye göre olağanüstü özel sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Bu kur krizini takip eden küresel durgunluk, toplam net özel sermaye hareketlerinin miktarını, 1996 yılında 215 milyar \$ seviyesinden 1998 yılında 70 milyar \$ seviyesine düşürmüştür (Tablo 1.4). 1990-97 yıllarında özel sermaye, Çin, Brezilya ve Meksika'ya birikimli olarak 100 milyar \$'ın üzerinde; Tayland, Endonezya, G.Kore ve Arjantin'e ise 50 milyar \$'ın üzerinde net giriş yapmıştır (Şekil 1.1).

**ŞEKİL 1.1: BAZI GOÜ'E YÖNELİK NET ÖZEL SERMAYE MİKTARLARI
(1990-97 YILLARI ARASINDA BİRİKİMLİ OLARAK)**



Kaynak: Lopez-Mejia, 1999, ss.7

GOÜ'de ve GSÜ'de uygulanan yapısal uyum programları sonucunda piyasa ağırlığı yükselen ülkelerin sayısı artmış; sermaye hareketleri için ekonomik ve politik riskler azalmıştır. Kaynak arayan, etkinlik arayan ve pazar arayan doğrudan yatırımları, kalkınma çabasında olan tüm ülkelerin ilgisine maruz kalmıştır. ÇUŞ, çeşitlenen alternatif karşısında daha seçici olma imkanını elde etmiştir. Tüm ülkeler, doğrudan yatırımları kendilerine çekebilmek için cazip koşullar hazırlamışlardır.

1990'lı yılların başlarında 24.000'in merkezi on dört kalkınmış Ekonomik İşbirliği Ve Kalkınma Teşkilatı (OECD) ülkelerinde olan 37.000 ÇUŞ, 170.000 bağlı organizasyonu kontrol etmekteydi. ÇUŞ, 1992'de 2 trilyon \$ doğrudan yatırım stoğuna ve 5,5 trilyon \$'lık satışa ulaşmışlardır. ÇUŞ'in % 90'ın merkezleri, SÜ'dedir. 1990'ların başında doğrudan yatırımların toplam birikmiş stokunu % 75'i ve akışının % 60'ı, K. Amerika, Avrupa ve Japonya'da toplanmıştır. Bu ülkeler, doğrudan yatırımlarının hem kaynağı hem de yönlendiricisi durumundadırlar (Hirst ve Thompson, 1998, ss.11,80-81,91). 1997 yılı itibariyle ÇUŞ'e bağlı 449.000 organizasyon, 3,4 trilyon \$'lık yatırımdan ve 9,5 trilyon \$'lık satıştan sorumlu hale gelmiştir (Mallampally and Sauvant, 1998, ss.34-35). SÜ'in kendi aralarında dolaşan doğrudan yatırımlar, Tablo 1.5'dedir.

TABLO 1.5: SÜ'DE DOĞRUDAN YATIRIMLAR

		1976-1980 ¹	1981-1985 ¹	1986-1990 ¹	1991	1992	1993	1994 ²
ABD	ÇIKIŞ	16,9	7,6	25,3	31,3	41,0	57,9	58,4
	GİRİŞ	9,0	18,6	53,4	26,1	98,9	21,4	60,1
JAPONYA	ÇIKIŞ	2,3	5,1	32,1	30,7	17,2	13,7	17,9
	GİRİŞ	6,1	0,3	0,3	1,4	2,7	0,1	0,9
İNGİLTERE	ÇIKIŞ	7,8	9,2	28,1	16,4	19,4	25,7	30,0
	GİRİŞ	5,6	4,3	21,7	16,1	16,5	14,6	10,9
DİĞER AVRUPA	ÇIKIŞ	10,0	15,1	63,9	91,3	80,2	63,2	80,1
	GİRİŞ	8,7	9,9	38,8	57,5	55,7	52,4	51,5

Kaynak: BIS Annual Report, June 1995 (Aktaran: Karluk, 1997, ss.529).

- 1) Yıllık ortalama milyar \$.
- 2) Tahmini.

1990'lı yıllarda SÜ'de, özellikle Japon ekonomisinde, durgunluk yaşanması, doğrudan yatırımları coğrafi olarak genişletmeye başlamıştır. GOÜ'e, özellikle Asya ve Latin Amerika'ya, yönelen doğrudan yatırımlarda önemli bir artış olmuştur. Doğrudan yatırımlar, zengin doğal kaynakları, geniş iç pazarı, ekonomik gelişme potansiyeli ve düşük ücretli imalat sanayilerine sahip Latin Amerika, Asya, Ortadoğu ve Afrika'daki GOÜ'e yönelmiştir. Bu tür yatırımların miktarı, 1997 yılında 126 milyar \$ seviyesine kadar çıkmıştır. Doğrudan yatırımlar, 1994-1995 Meksika Kur Krizi ve 1997 Doğu Asya Kur Krizi'nden fazla etkilenmemişlerdir. 1997 Doğu Asya Kur Krizi'nin dünya ekonomisinde yarattığı durgunluk, doğrudan yatırımlarının miktarını azaltmış, ancak çok keskin bir düşüş olmamıştır (Tablo 1.6). Bu durum, doğrudan yatırımların spekülatif faaliyetlere fazla duyarlı olmamasından ve diğer özel sermaye türleri gibi girdiği ülkeden çıkışının esnek olmamasından kaynaklanmıştır.

TABLO 1.6: BÖLGELERE GÖRE NET DOĞRUDAN YATIRIMLAR

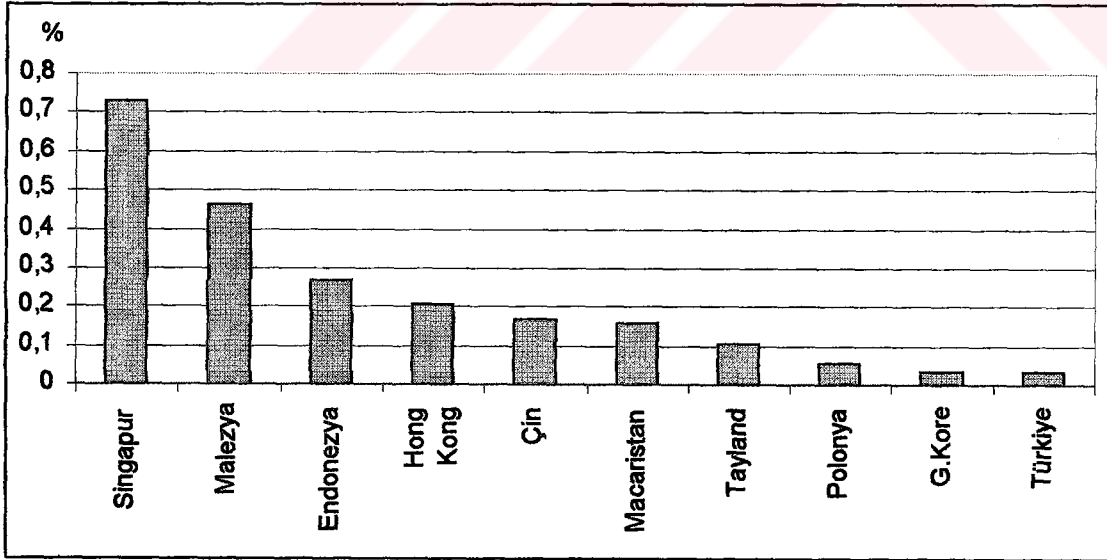
	1984-89 ⁽¹⁾	1990-96 ⁽¹⁾	1994	1995	1996	1997	1998
GOÜ	12,2	57,8	76,3	86,3	108,7	126,7	106,2
Afrika	1,2	2,9	3,4	4,2	5,1	7,3	6,2
Asya	4,5	32,9	44,4	51,0	60,2	60,2	45,1
Ortadoğu ve Avrupa	1,2	2,9	3,7	5,1	4,1	5,0	3,9
Batı Yarımküre	5,3	19,1	24,8	26,0	39,3	54,2	51,0
GSÜ	-0,2	6,4	5,4	13,4	13,4	18,2	17,1
YSAÜ⁽²⁾	1,1	0,4	1,8	-0,4	-1,0	0,1	4,0
TOPLAM	13,1	64,6	83,5	99,3	121,1	145,0	127,3

Kaynak: IMF, World Economic and Financial Surveys, Aralık 1998, ss.84,
(Tablo 4.9'un düzenlenmesi ile hazırlanmıştır.)

1) Veriler, bu dönemler için yıllık ortalamalardır ve milyar ABD \$'dır.

2) Bazı Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkeleri: G. Kore, Singapur ve Tayvan.

Şekil 1.2'de seçilmiş bazı ülkelerde uluslararası doğrudan yatırımlar sokunun GSMH'ya oranları verilmiştir. Özellikle Doğu Asya ülkelerinde bu oranlar oldukça yüksektir. Doğrudan yatırımlar bu bölge ülkelerine, dünya pazarlarına üretim yapmak için yönelmişler ve büyük hacimlerde yatırımlar gerçekleştirmişlerdir. Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımlar ise iç pazarlara yönelik ve düşük miktarda olmuştur.

ŞEKİL 1.2: BAZI GOÜ'DE DOĞRUDAN YATIRIM STOKUNUN GSMH'YA ORANI

Kaynak: Karluk, 1997, ss.528

GOÜ bütünleşen mali piyasalar sayesinde tahvil ihracı ile borçlanabilme olanağı bulmuşlardır. GOÜ'in piyasalarının yüksek kazanç oranları, yatırım portföyünü çeşitlendirmek yani portföy riskini dağıtma isteğinde olan yabancı yatırımcıların sermayesini uyarılmış ve portföy hareketlerinin hacmini yükseltmiştir. Ayrıca tahvil ve hisse senedi gelirleri üzerine konulan vergiler, tasarruf sahiplerinin net kazanç oranını düşürdüğünden dolayı, yabancı menkullere yatırım yapmayı teşvik etmiştir. İsviçre, Lüksemburg, Bahama Adaları ve Kanada gibi ülkeler, tahvil ve hisse senedi gelirlerini her türlü vergiden muaf tuttıkları için uluslararası mali kaynaklar için adeta birer sığınak olmuşlardır (Seyidoğlu, 1996, s.412).

Artan portföy yatırımları ile GOÜ'in hisse senedi piyasalarının toplam işlem hacmi ve piyasa değerleri de hızla büyümüştür (Berksoy ve Saltoğlu, 1998, ss.22-23).

TABLO 1.7: BÖLGELERE GÖRE NET PORTFÖY YATIRIMLARI

	1984-89 ⁽¹⁾	1990-96 ⁽¹⁾	1994	1995	1996	1997	1998
GOÜ	4,9	51,1	85,8	22,2	52,5	51,7	38,0
Afrika	-0,8	-0,2	0,5	1,5	-0,3	2,9	2,8
Asya	1,5	6,7	11,5	10,0	10,1	7,5	-6,5
Ortadoğu ve Avrupa	5,1	12,3	13,0	9,0	2,8	3,0	7,5
Batı Yarımküre	-0,9	32,3	60,8	1,7	39,9	38,3	34,2
GSÜ	---	10,4	20,5	18,8	24,3	20,8	7,0
YSAÜ⁽²⁾	-0,5	2,5	0,3	-1,7	3,1	-5,9	-3,0
TOPLAM	4,4	64,0	106,6	39,3	79,9	66,6	42,0

Kaynak: IMF, World Economic and Financial Surveys, Aralık 1998, ss.84,
(Tablo 4.9'un düzenlenmesi ile hazırlanmıştır.)

1) Veriler, bu dönemler için yıllık ortalamalardır ve milyar ABD \$'dır.

2) Bazı Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkeleri: G. Kore, Singapur ve Tayvan.

Portföy yatırımları, Batı Yarımküredeki GOÜ'de yoğunlaşmıştır. 1990-96 dönemi için yıllık ortalama 64,0 milyar \$ olan portföy yatırımlarının 32,3 milyar \$'ı bu bölgeye yönelmiştir. Yani 1990 sonrasında toplam portföy yatırımlarının yarısından fazla denilebilecek miktarı, Latin Amerika'yı tercih etmiştir. 1990'lı yıllarda portföy yatırımları, dalgalı bir çizgide hareket etmiştir. 1994-95 yıllarında Latin Amerika'da ve 1997 yılında Doğu Asya'da yaşanan kur krizleri, net portföy hareketlerini azaltıcı yönde etkilemiştir. Asya'ya yönelen portföy yatırımcıları, 1997 Asya Kur Krizi ile bu bölgeden yatırımlarını çıkarmışlardır. GSÜ'de ise portföy yatırımları artma eğilimindedir (Tablo 1.7).

Diğer yatırımlar, oldukça dalgalı bir trende sahip olmuştur. Diğer yatırımlar, 1994 yılında Latin Amerika GOÜ'nden; 1997 ve 1998 yıllarında ise Asya GOÜ ve YSAÜ'nden etkilenmiştir. Kur krizi yıllarında, diğer yatırımlarda büyük hacimli çıkışlar görülmüştür (Tablo 1.8).

TABLO 1.8: BÖLGELERE GÖRE NET DİĞER YATIRIMLAR

	1984-89 ⁽¹⁾	1990-96 ⁽¹⁾	1994	1995	1996	1997	1998
GOÜ	0,4	19,8	-28,7	38,8	29,7	-46,7	-56,7
Afrika	1,8	0,9	4,8	4,7	0,3	3,9	-1,7
Asya	7,0	16,4	9,0	30,8	29,9	-46,3	-56,9
Ortadoğu ve Avrupa	-3,8	7,7	-3,7	-7,1	-3,0	-0,2	13,4
Batı Yarımküre	-4,6	-5,2	-38,8	10,4	2,5	-4,1	-11,5
GSÜ	-1,6	-6,2	-7,0	10,4	-21,7	-16,4	-10,9
YSAÜ⁽²⁾	-3,7	-0,6	1,9	6,2	5,9	-30,7	-32,2
TOPLAM	-4,9	13,0	-33,8	55,4	13,9	-93,8	-99,8

Kaynak: IMF, World Economic and Financial Surveys, Aralık 1998, ss.84,
(Tablo 4.9'un düzenlenmesi ile hazırlanmıştır.)

- 1) Veriler, bu dönemler için yıllık ortalamalardır ve milyar ABD \$'dır.
- 2) Bazı Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkeleri: G. Kore, Singapur ve Tayvan.

GOÜ'e yönelen sermaye, 1970'li yılların ortalarına kadar resmi kanallarla yönlendirilmiş ve genel olarak kalkınma amaçlı dış yardım niteliğinde olmuştur. Resmi sermaye, 1990'lı yıllarda genel olarak Afrika ve Asya'daki GOÜ'e yönelik olmuştur. Resmi sermaye, özel sermayeden farklı olarak kur krizleri yıllarında artmıştır. Bu durum, kur krizlerin etkisini azaltmaya yönelik hükümetlere sağlanan kaynakları işaretidir (Tablo.1.9).

TABLO 1.9: BÖLGELERE GÖRE NET RESMİ SERMAYE HAREKETLERİ

	1984-89 ⁽¹⁾	1990-96 ⁽¹⁾	1994	1995	1996	1997	1998
GOÜ	27,4	16,8	9,9	31,9	2,6	-3,0	15,6
Afrika	6,7	7,6	9,2	7,4	6,6	-2,7	2,9
Asya	7,8	8,5	5,6	5,1	10,3	7,9	12,7
Ortadoğu ve Avrupa	4,8	-0,5	-1,0	-1,1	-0,6	-0,6	-0,9
Batı Yarımküre	8,1	1,2	-3,9	20,5	-13,7	-7,6	0,9
GSÜ	0,2	1,1	-12,0	-8,4	-0,2	9,7	11,4
YSAÜ⁽²⁾	-1,1	-0,5	-0,3	-0,6	---	15,8	9,8
TOPLAM	26,5	17,4	-2,4	22,9	2,4	22,5	36,8

Kaynak: IMF, World Economic and Financial Surveys, Aralık 1998, ss.84,
(Tablo 4.9'un düzenlenmesi ile hazırlanmıştır.)

- 1) Veriler, bu dönemler için yıllık ortalamalardır ve milyar ABD \$'dır.
- 2) Bazı Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkeleri: G. Kore, Singapur ve Tayvan.

1.4. 1990'LI YILLARDA SERMAYE HAREKETLERİNİN NİTELİĞİNDE VE NİCELİĞİNDE MEYDANA GELEN DEĞİŞİMİN NEDENLERİ

1990'lı yıllarda GOÜ'e yönelen sermaye hareketlerinin hacminde ve niteliğinde meydana gelen değişimler, 1970'li yıllarda başlayan ve 1980'li yıllardan itibaren hızlanan gelişmelerle bağlantılı olup, iki ana grup altında incelemek mümkündür. Birinci grup nedenler dışsaldır, sanayileşmiş piyasa ekonomilerindeki gelişmelerden etkilenen dünya ekonomisinin genel eğilimleriyle bağlantılıdır. İkinci grup nedenler ise içseldir, dışsal nedenlerin içselleştirilmesi, yani ulusal ekonomilerin küresel gelişmelere ayak uydurma çabaları ile ilgilidir.

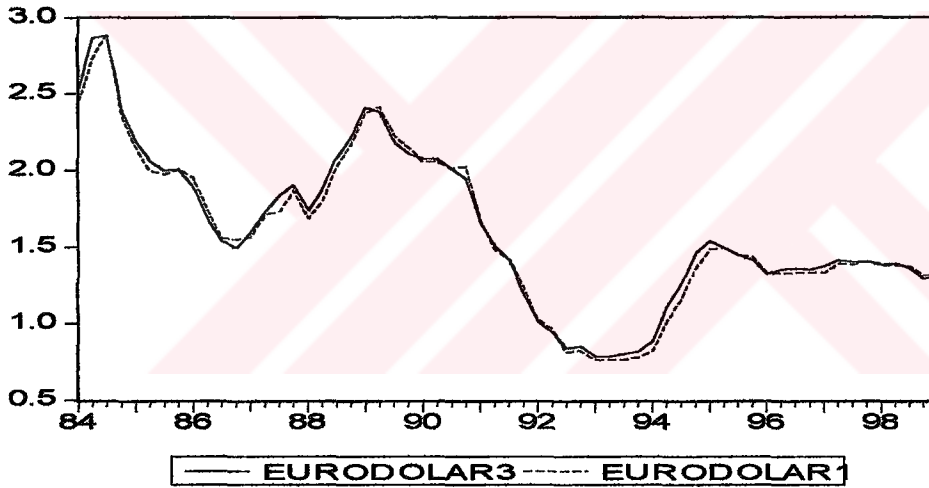
1.4.1. Dışsal Nedenler

1970'li yıllara da başlayan dünya ekonomisinin yapısal dönüşümü sonucunda esnek üretim, kitle üretiminin yerini ve ulusötesi şirketler, ulusal firma anlayışının yerini almıştır. SÜ'deki firmalar, iletişim maliyetlerindeki düşüşler, sıkı rekabet, iç piyasalarda artan maliyetler nedeniyle, yurtdışında üretim yapma, etkinlik ve karlarını bu şekilde artırma yoluna gitmişlerdir. SÜ'deki yapısal değişim ile ortaya çıkan bu gelişmeler, dünya ekonomisindeki genel eğilimleri etkilemiştir.

SÜ'in ve bu ülkelerinin etkisinde olan uluslararası mali kurumların tavsiyeleri, diğer ülkeleri küreselleşen dünyaya uyum çabalarında bulunmalarında etkili olmuştur. Örneğin, IMF ve Dünya Bankası'nın 1985 Ekim Ayında Seul-G.Kore'de yapılan yıllık toplantısında, ABD Hazine Bakanı James Baker, uygulanan borç stratejisinin güçlenmesine yönelik önerilerini sunmuşlardır. "Baker Planı" olarak adlandırılan öneriler arasında dört önemli düşünce dikkat çeker: GOÜ, piyasa ekonomisine ağırlık veren yapısal uyum politikalarını sürdürmelidir. IMF ve Dünya Bankası, bu politikaları destekleyici finansman politikalarına hız vermelidir. Ticari Bankalar bu sürece, GOÜ'e verdikleri kredileri arttırarak katılmalıdır. SÜ, GOÜ'in ihracat yapabilmesi için pazarlarını açık tutmalı ve faizleri düşürmeye yönelik politikalara önem vermelidir (TCMB 1986 Yıllık Bülteni, ss.9-12). Baker Planı genel olarak borçlu ülkelerin daha çok dışa açılmasını, yabancı sermaye girişini özendirerek önlemlerin alınmasını içerir (Oktar, 1988, ss.28).

1990 yıllarla birlikte Soğuk Savaşın bitmesi, Doğu-Batı kutuplaşmasının sona erdirmiştir. Bu ülkelerin dünya ekonomisi ile bütünleşme yönündeki siyasi tercihleri ve çabaları, Doğu-Batı siyasal gerginliğini azaltmış ve dünya ekonomisinin geleceği konusunda iyimser beklentileri güçlendirmiştir. Dünya ekonomisinde tek bir pazarda bütünleşme çabaları, iki kutuplu dünyanın ortadan kalkmasıyla hız kazanmıştır. Finansal yeniliklerin artması, finansal araçlar arasındaki geçişkenliğin yükselmesi, haberleşme ve bilgi-işlem teknolojisindeki gelişmeler, finansal piyasaların hizmet verme etkinliğini ve hızını artmıştır. Tüm bu gelişmeler, finansal piyasaların bütünleşmesini sağlamış ve yatırımcıların farklı piyasalarda yatırım yapma olanaklarını arttırmıştır.

**ŞEKİL 1.3: LONDRA EURO-DOLAR PİYASASINDA ABD \$'A UYGULANAN
1 AYLIK VE 3 AYLIK FAİZ ORANLARININ 3 AYLIK GETİRİSİ**



Kaynak: Economagic Economic Time Series Page.
İnternet adresi: <http://www.economagic.com/>

SÜ'de gözlenen durgunluk eğilimi, gelişmiş ekonomilerdeki kazanç olanaklarını olumsuz yönde etkilemiştir. Özellikle 1986-88 ve 1992-94 yılların ABD \$'a uygulanan euro-dolar piyasa faizleri çok düşük seviyelere inmiştir (Şekil 1.3). Düşük faiz oranları, yatırımcıların portföylerini yeniden şekillendirme gayreti içine girmelerine neden olmuştur. Yatırımcıların portföy çeşitlendirmesine gitmesi, yabancı varlıklara daha fazla yer vermesine ve GOÜ'nün piyasalarına giren portföy yatırımlarının hacminin artmasına yol açmıştır. GOÜ'nün hisse senedi piyasaları, artarak giriş yapan portföy yatırımlarının da katkısıyla olağanüstü karlar sunmuşlardır (Tablo 1.10).

1.4.2. İçsel Nedenler

BWS'in yıkılması ve 1973-74 Petrol Krizi, dünya ekonomisinde kargaşa ve durgunluk ortamına yol açmıştır. Ciddi bir finansman darboğazına giren GOÜ'nün dış borçlanması kaçınılmaz olmuştur (Sönmez,1998, ss.136).

1970'li yılların ortalarında uluslararası bankalarda biriken OPEC fonları, GOÜ'nün ithalatlarını dolayısıyla SÜ'nün ihracatlarını sürdürülmesi için IMF gözetiminde yeniden dolaşıma sokulmuştur. Bu fonlar, kaynak sıkıntısı içerisindeki GOÜ'e ucuz krediler şeklinde verilmiştir. Yeniden dolaşım süreci, 1982 yılında borç krizleri ile sonuçlanmıştır. GOÜ'de piyasaların yeniden yapılanmasına yönelik politikalar, borçların geri ödenebilmesi ve artan risklerin azaltılması için zorunlu hale gelmiştir. 1980'li yılların ortalarından itibaren GOÜ yapısal problemlerini çözmek ve serbestleşen dünya ekonomisine uyum sağlamak için istikrar programları ve yapısal uyum programları uygulamışlardır.

1982 yılındaki borç krizlerinden sonra IMF'in devreye soktuğu yapısal programların içeriği: Kamunun sosyal harcamalarını kısması, ücret artışlarını sınırlandırması, tarım ve sanayide desteklerin kaldırılarak iç fiyatların dünya fiyatları seviyesine getirilmesi, iç pazarın dış rekabete açılması, yabancı yatırımcıları ve sermaye hareketlerini teşvik edecek yasal ve kurumsal reformların uygulanması, düşük kur ile ihracatçının rekabet gücünün artırılması (Sonraki yıllarda sürekli devalüasyon eğilimini yansıtan bu politika yerini, devalüasyona karşı direnen, ulusal paraları değerli tutan sıkı para politikasına ve yüksek faiz öneren politikalara bırakmıştır.), vergi iadesi ve teşviklerle ihracatın desteklenmesidir (Yıldızoğlu, 1996, s.269-270). 1980-1998 yılları arasında 59 ülke IMF programları çerçevesinde Dünya Bankası'ndan yapısal uyum kredisi almış ve ekonomi politikalarını bu iki kuruluşun şartları doğrultusunda düzenlemişlerdir (Şenses, 1998, ss.29).

Yapısal uyum programları, GOÜ'ü piyasa ağırlığı yükselmiş bir yeniden yapılanmaya, ekonomilerini dışa açmaya ve makroekonomik dengelerini açık ekonomi koşullarına göre yeniden kurmaya zorlamıştır. Ulusal ekonomilerin dünya ekonomisi ile bütünleşmesi, mal ve hizmet hacminin yanında dış kaynak ihtiyacını da artırmıştır. Mali piyasaların kurulup genişlemesi ve kambiyo kısıtlamalarının azalması, sermaye

hareketlerinin giriş-çıkışı için uygun koşulları oluşturmuştur. 1990'lı yılların başında sermayeyi ulusal ekonomilerine çekmede başarılı olan ülkeler, göreceli olarak iyi makroekonomik dengelere sahip olan ülkeler olmuştur. Sermayenin bu ülkelere yönelmesinde etkili olan unsurlar: Yüksek kazanç olanaklarının yanında, ülke riskinin düşmesi, kredi notlarının ve uluslararası piyasalarda ülke kredibilitesinin yükselmesi olarak sayılabilir (Berksoy, 1998, ss.25-26).

Yapısal uyum programları, kısa vadeli istikrar politikalarının orta ve uzun vadeli bir uzantısı olarak yürürlüğe konmuştur. Yapısal uyum programları sonunda oluşan yeni ekonomik yapı, kaçan sermayenin 1990'lı yıllarda geri dönmesinde etkili olmuştur.

GOÜ'nin birikmiş yüksek dış borçlarının ödenmesinde ise borç/hisse senedi değişiminin öngörülmesi, özelleştirmeleri gündeme getirmiştir. Kamu işletmelerinin hisseleri, borç anaparaları karşılığında satılarak hem borçlar hem de uluslararası bankaların da risklerini azaltılmıştır. Özelleştirme konusunda en büyük baskılar dış borcu yüksek olan ülkeler üzerinde olmuştur (Kazgan, 1995, ss.96-100). Dış borç baskısı altında olmayan Batı Avrupa ülkelerinde yapılan özelleştirmeler, iç piyasaları sert dış rekabet koşullarına hazırlama yönünde yapılmış, Doğu Avrupa ülkelerinde ise merkezi planlı ekonomilerden piyasa ekonomilerine geçişle ilgili olmuştur.

Özelleştirme uygulamaları, GOÜ'nin ekonomilerinde piyasaların ağırlığının artması yönünde yapısal dönüşümler başlatılmasında ve önemli miktarlarda sermaye girişlerinin sağlanmasında bir araç olarak kullanılmıştır. Örneğin Meksika, 1982-1993 yılları arasında özelleştirmeden yaklaşık 23 milyar \$'lık; Arjantin ise 10 milyar \$'lık borç indirimi ve 5 milyar \$'lık net kaynak girişi sağlamıştır (Kazgan, 1995, ss.97).

Faiz oranları ve yabancı bankaların girişine yönelik kısıtlamaların kaldırılması, menkul kıymetleştirmenin bankalarda yaygınlaşması, uluslararası bankaların şubelerin artması, ulusal bankaların etkinliklerinin artması, yabancı sermayeyi teşvik edici düzenlemeler, iletişim olanaklarının artması, vb. gelişmeler, yapısal uyum programlarının uygulanması sonucunda ortaya çıkmıştır. Ancak yeniden yapılanma, finansal serbestleşmenin bir nedeni olduğu kadar, sonucu da olduğu görülür. 1950'li ve 1960'lı yılların finansal yapıları, büyük ölçüde resmi denetimin biçimlendirdiği yapıydı. Bu finansal piyasalar, 1970'li yılların genişleyen ve çeşitlenen finansman

ihtiyacını karşılayamaz ve Euro-para piyasaları ile rekabet edemez duruma gelmişlerdi. Dolayısıyla finansal sistemin dinamikleri, yeni finansal araçların ve yöntemlerin gelişmesine yol açtığı da söylenebilir. 1970'li yıllarda SÜ'de, 1980'li yıllardan itibaren GOÜ'de finansal sistem üzerindeki denetimler kaldırılmaya başlanmıştır. 1990'lı yıllarda finansal piyasalar, artan rekabet, mali yenilikler, mali araçların artması ve finansal çeşitlendirme hızla gelişmiştir (Aksoy, 1998, ss.93, 97).

GOÜ'in piyasaları da yükselen piyasalar (Emerging Markets) olarak adlandırılmıştır. GOÜ yapısal uyum politikalarıyla ekonomilerindeki yapısal bozukları azaltmış ve sermaye fonlarını için uygun altyapıyı oluşturmuşlardır. Böylece sermaye, gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. 1990-94 yılları arasında GOÜ'de 50 yeni borsa açılmış ve bu ülkelere giren sermaye 15 kat artmıştır (Yıldızoğlu, 1996, ss. 18-19).

Tablo 1.10'da bazı GOÜ'in hisse senedi piyasalarında getiri oranları verilmiştir. Tabloda dikkat çekici bir nokta, bu piyasalarda oluşan ve portföy yatırımları uyaran yüksek getirilerdir. En yüksek getiri oranları ise G. Kore, Tayvan ve Türkiye hisse senedi piyasalarındadır.

TABLO 1.10: BAZI GOÜ'DE HİSSE SENEDİ PİYASALARININ GETİRİ ORANLARI

YILLAR	ÇİN	ENDONEZYA	G.KORE	MALEZYA	TAYVAN	TÜRKİYE
1984	---	---	100,0	100,0	100,0	---
1985	---	---	138,1	85,8	110,4	---
1986	---	---	256,6	96,0	164,9	100
1987	---	---	350,2	96,8	364,1	362,1
1988	---	---	745,3	123,7	703,7	140,9
1989	---	100,0	797,5	178,2	1407,1	849,0
1990	---	99,4	595,3	158,2	690,8	825,3
1991	---	57,4	500,8	177,3	686,6	480,5
1992	100,0	59,0	518,6	226,9	503,7	227,0
1993	92,7	126,0	627,1	460,3	952,2	759,0
1994	62,1	101,6	746,6	361,3	1166,2	453,8
1995	55,2	106,3	716,9	373,5	885,2	524,0
1996	83,6	127,2	603,2	434,7	974,2	579,2
1997	140,0	103,2	370,5	316,7	1202,4	1009,0

Kaynak: IFC Factbook (Aktaran: Berksoy ve Saltoğlu, 1998, ss.24).

1.5. SERMAYE HAREKETLERİNİN ETKİLERİ

Özel sermaye, portföy çeşitlenmesi yoluyla ve risklerini dağıtma güdüsünün de katkısıyla dünya ölçeğinde hareketliliğe kavuşmuş, bir ülkeye girdikten sonra mekan olarak yakın ülkelere de giriş yapmıştır. Bu durum, Latin Amerika ve G. Doğu Asya'da belirgin olarak gözlenmiştir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998, ss.28).

Aynı şekilde ekonomik istikrarsızlık sonucunda bir ülkede meydana gelen kur krizi ile sermaye çıkışlarının başlaması, komşu ülkelerin de aynı baskı altına girmesine neden olmuştur. Ulusal para otoritelerinin politika araçları, yeni finansal ortamda eski etkinlik ve güçlerini yitirmişlerdir (Karacan, 1997, ss.70-71).

Finansal piyasaların olumlu ve olumsuz gelişmelere gösterdiği tepkiler 1990'lı yıllarda aşırı boyutlara çıkmıştır. Teknolojik gelişmelerin sağladığı bilgiye daha hızlı erişen yatırımcılar, ev sahibi ülkenin veya komşu ülkelerin ekonomilerinde meydana gelen en küçük değişimlere bile büyük tepkiler göstermeye başlamışlardır. Olumlu olarak algılanan gelişmeler, yoğun sermaye girişine; olumsuz olarak algılanan gelişmeler ise yoğun sermaye çıkışlarına yol açmıştır. Adeta doğru politikalar ödüllendirilmiş; yanlış politikalar ise ağır bir şekilde cezalandırılmıştır.

Sermaye hareketlerine getirilen serbestliğin olumlu etkisi, toplam tasarrufların daha etkin yatırım alanlarında kullanılmasını sağlaması olmuştur. Ancak makroekonomik yapının ve finansal sektörün zayıf olduğu ortamda sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, beraberinde ulusal ekonomilere bazı riskler getirmiştir. Risklerdeki artışlar ve finansal piyasaların etkinsizlik, spekülasyon ortamlarının oluşmasına yol açmıştır.

Asimetrik bilgi (asymmetric information) problemi, GOÜ'de finansal piyasaların etkin işlemlerini engellemiş ve finansal piyasalar, ters seçim (adverse selection), ahlaki riziko (moral hazard) ve sürü psikolojisi (herding behavior) sorunları ile karşılaşmışlardır (IMF-Economic Issues 17, 1999, ss.4-5; Karacan, 1997, ss.47-48):

Ters seçim sorunu, ekonomik faaliyet öncesindeki bilgi eksikliğinden kaynaklanır. Finansal piyasalarda kreditorler, borçluların güvenilirliği ve kredinin

verildiği projenin kalitesi hakkında tam bir bilgiye (en azından borçlular kadar) sahip değildirler. Kredi isteyen müşterilere, ortalama bir faiz ile kredi verilir. Bu faiz oranı, risksiz müşteri için yüksek, riskli müşteriler için düşük bir orandır. Böyle bir ortamda risksiz müşteriler borçlanma konusunda isteksiz, riskli müşteriler isteklidir.

Ahlaki riziko sorunu, ekonomik faaliyet sonrasında taraflardan birinin davranış değişikliğine gitmesinden kaynaklanır. Finansal piyasalarda kredi alan müşterinin, krediyi aldıktan sonra davranışlarında değişikliklerin başlaması, finansal piyasalarda risklerin artmasına yol açar. Kredi talep eden kişi, kredi almadan önce riskini azaltma yönünde özen gösterirken, krediyi aldıktan sonra bu özeni göstermeme, hatta riskini arttırıcı davranış içerisine girer ve ahlaki riziko sorunu ortaya çıkar.

Sürü psikolojisi sorunu ise tarafların yetersiz bilgiye sahip olmaları durumunda bir tarafın, karşı tarafın yapmış olduğu davranışı doğru ve tam bir bilgiden kaynaklanan bir davranış olduğu düşüncesine kapılarak aynı davranışta bulunmasıdır. Bu şekilde yapılan toplu bir hareket ise akılcı olmayan kararlar alınmasına yol açar.

Ayrıca uyumsuz vergi politikaları, bankacılık sisteminin gözetim ve düzenlemelerinde noksanlık, özel sektör borçlanmalarına getirilen açık ve kapalı devlet garantileri de finansal piyasaların etkinliğini ve sermaye hareketlerinden beklenen faydaları azaltmıştır.

1.5.1. Yoğun Sermaye Girişlerinin Etkileri

Tablo 1.11’de, 20 GOÜ’de yoğun sermaye girişleri döneminde ekonomilerin genel eğilimleri verilmiştir. Şili, Hindistan ve Sri Lanka dışında ülkelerde cari işlemler bilançosu açıklarında artış olmuş; sermaye girişlerinin bir bölümü, rezerv birikiminde kullanılmıştır. 12 ülkede reel döviz kurunda değerlenme ortaya çıkmıştır. 11 ülkede tüketim ve 15 ülkede yatırım oranları artmıştır.

Tablo 1.11’deki verileri kullandığımızda genel olarak, yoğun sermaye girişlerinin cari işlemler açıklarına neden olduğunu, yatırım oranlarını yükseldiğini, reel döviz kurundaki değerlenmede katkısı olduğunu ve tüketim harcamalarını finanse ettiğini söyleyebiliriz.

TABLO 1.11 : BAZI GÖÜLERİN EKONOMİLERİNDE GENEL EĞİTİMLER

ÜLKELER	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Sermaye Giriş Dönemleri	Kümülatif birikim	Net Özel Sermaye Girişi	Net Resmî Sermaye Girişi	Cari İşlemler Açığı	Rezerv Birikimi	Cari Hesapta % Değişme	Rezerv Birikiminde % Değişme	Toplam Yatırım Oranı	Toplam Tüketim Oranı	Ortalama Yıllık GSYİH Büyümesi	Reel Döviz Kurunda Ortalama Değişme
Ajantin	(91-94)	9,7	2,3	0,02	1,79	0,53	77	23	0,6	4,4	9,1	91,7
Brezilya	(92-95)	9,4	2,75	-0,17	0,64	1,94	25	75	-2,0	3,6	3,1	7,4
Endonezya	(90-95)	8,3	1,42	-0,65	0,15	0,61	20	80	5,7	-5,2	2,2	-29,4
Fas	(90-95)	18,3	3,74	-2,25	0,11	1,39	7	93	-1,1	0,8	-3,3	-6,5
Filipinler	(89-95)	23,1	3,78	-0,65	0,66	2,47	21	79	1,7	6,1	2,2	-10,7
G. Kore	(91-95)	9,3	4,2	0,26	4,97	-0,51	111	-11	4,7	1,1	-2,5	4,4
Hindistan	(92-95)	8,3	0,63	-0,56	-1,21	1,28	-1,72	1,82	-1,3	-1,7	-0,7	-30,8
Kolombiya	(92-95)	16,2	4,91	-0,9	4,9	-0,89	122	-22	0,9	4,1	1,6	14,7
Macaristan	(93-95)	41,5	15,5	-1,75	9,78	3,97	71	29	1,6	6,4	7,5	18,9
Malezya	(89-95)	45,8	5,95	-0,31	2,86	2,78	51	49	4,8	-1,8	4,0	-24,5
Meksika	(89-94)	27,1	7,17	-0,14	7,05	-0,02	100	0	2,4	6,7	2,9	20
Pakistan	(92-95)	13,0	2,51	-0,26	0,92	1,33	41	59	1,0	-2,0	-2,3	-9
Peru	(90-95)	30,4	4,43	-0,27	1,38	2,79	33	67	-4,0	3,1	3,3	120,9
Polonya	(92-95)	22,3	5,93	0,41	3,89	2,44	61	39	-11,1	11,3	8,5	37,9
Sri Lanka	(91-95)	22,6	4,81	-1,26	-0,19	3,74	-5	105	2,2	-1,9	2,0	0,6
Şili	(89-95)	25,8	1,83	-2,06	-4,86	4,62	2,07	-1,97	10,2	-8,5	3,1	-25,5
Tayland	(88-95)	51,5	6,83	-1,21	2,31	3,31	41	59	13,4	-11,2	3,9	-18,9
Tunus	(92-95)	17,6	4,38	-1,47	3,73	-0,82	128	-28	2,6	-1,4	0,5	0,6
Türkiye	(92-93)	5,7	2,57	-0,58	1,38	0,61	69	31	1,3	-0,5	1,4	1
Venezüella	(92-93)	5,4	9,03	-1,15	14,59	-6,71	185	-85	6,8	0,8	-5,0	9,8

Kaynak: Dünya Bankası (1997) (Aktaran: Lopez-Mejia, 1999, ss.26-28)

Açıklamalar: 1) 2. - 6. ve 9. - 10. sütundaki değerler GSYİH'ya oranlar cinsindedir. 3.-6. sütunlar, sermaye giriş dönemlerine uygun olarak bir önceki eşit uzunlukta zaman dönemi ile karşılaştırılan değişimleri yansıtmaktadır.

2) (-) işareti, 5. sütunda cari işlemler açığındaki düzeltmeyi; 6. sütunda rezerv birikiminde azalmayı ve 12. sütunda ise reel döviz kurunda değer kaybı olduğunu vurgulamaktadır.

4) 7. Sütun: (5. sütun) / (3. sütun + 4. sütun)

6) 8. Sütun: (6. sütun) / (3. sütun + 4. sütun)

Sermaye girişlerinden maksimum faydanın ve minimum risklerin elde edilmesi için bir ülkenin taşıması gereken koşullara dair oluşan uzlaşma şöyledir (Wong and Carranza, 1998, ss.4): Makroekonomi politika uygulamaları, seçilen döviz kuru rejimi ile tutarlı olmalıdır; merkez bankası, güçlü ve bağımsız olmalıdır; finansal sistem, yeterli denetim ve gözetleme ile gerekli standartlara sahip olmalı, kredi tahsisinde devlet müdahalesi olmamalıdır ve iflas eden kurumlarla ilgili işlemler zamanında yapılmalıdır; finansal ve ekonomik faaliyetlerle ilgili eksiksiz ve tam bilginin ortaya çıkarılmasına yönelik büyük bir şeffaflık olmalıdır.

Bu uzlaşma, ulusal ekonomilerde uygun ve özendirici bir yatırım ortamı oluşmasına yöneliktir. Faiz oranı, döviz kuru menkul ve gayrimenkul fiyatları gibi varlıkların yatırımcının kararını etkileyecek olan ekonomik göstergelerin istikrarlı ve doğru bilgileri yansıtması gerekir. Böyle bir ortamın temel koşulu ise makroekonomik dengelerin kurulması ve bu dengenin istikrarını sürdürmeye yönelik politikaların uygulanıyor olmasıdır. Sermaye girişleri, ekonomide reel etkiler ve finansal etkiler olmak üzere iki tür etki yaratır. Reel etkiler, ulusal ekonomilerin sahip olduğu kaynakların üzerinde bir kaynak kullanımı ile ilgilidir. Sermaye girişleri, ulusal ekonomilerde yatırımları arttırarak büyüme oranlarını yükseltir ve ekonomik refahı arttırır. Finansal etkiler ise gayrimenkul ve menkul kıymetlerinin fiyatlarını aşırı yükseltmesidir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998, ss.31-34).

Yatırımın yapıldığı ülke açısından özel doğrudan yatırımlar, ekonominin üretim kapasitesini, devletin vergi gelirlerini, ülkeye giren döviz miktarını, iç ekonomide rekabeti, ülkenin istihdam ve çıktı düzeyini arttırıcı katkılarından dolayı en çok istenen özel sermaye akımıdır. Kalkınma çabasında olan ülkeler, bu yatırımlarından yararlanmak için özendirici teşviklerde bulunurlar.

Özel doğrudan yatırımların GOÜ'in ödemeler dengesi üzerinde etkileri doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki grupta toplanabilir. Dolaysız etkiler, döviz gelirleri açısından getirilen sermayenin değeri ve yatırımın ithal ikamesidir. Döviz giderleri açısından ise üretim için gerekli olan sermaye ve ara malların ithalatı ile kar, lisans gibi yatırım gelirlerinin transferidir. Dolaylı etkiler, yatırım ve üretim sürecini izleyen yıllarda ortaya çıkacak ekonomik gelişmeler ile ilgilidir. Özel doğrudan yatırımların uzun dönemde olumlu etkide bulunması için, döviz kazandırıcı ithalat ikamesi ile ihracat

gelirlerinin, yabancı üretim faktörlerinin payı, girdi ithalatı için yapılan döviz transferi, döviz olarak gelen yatırım ile yatırımın amortisman değerini aşması gerekir.

Dolaylı sermaye hareketleri (portöy yatırımları ve diğer yatırımlar) ise ev sahibi ülkenin üretkenliğini artırıcı katkılarından ziyade, özel tüketim ve ithalat harcamalarının artmasına neden olur (Wong and Carranza, 1998, ss.7).

Yoğun sermaye girişleri, ev sahibi ülke ekonomisine bir takım riskler getirir. Bu riskler, zayıf finansal sektör ve tutarsız makroekonomi politikaları uygulamalarında daha belirgin hale gelir. Yoğun sermaye girişleri, ev sahibi ülke ekonomisinde döviz kuru istikrarı ve ihracat sektörünün rekabet güçlüğü yanında para politikasının yönetimi ve enflasyon için de bir takım güçlükler ortaya çıkarır. Sermaye girişlerinden beklenen faydalar ise sermaye hareketlerinin etkin alanlarda kullanılıp kullanılmadığı ile ilgilidir (Guitian, 1998, ss.14-16).

Sermaye girişi, ulusal ekonomideki likidite yetersizliğini azaltır ve yurtiçi harcamaları yükseltir. Kamu harcamaları ve özel sektör harcamalarındaki artışlar, yeni fiyat ayarlamalarına yol açarak ekonomideki göreceli fiyat yapısını değiştirir. Göreceli fiyatlardaki değişimi ve ekonomiye etkisini açıklamak için ulusal ekonomide üretilen malları, dış ticarete konu olan (ihraç ve ithal ikamesi) mallar ve dış ticarete konu olmayan mallar olarak ikiye ayırabiliriz. Sermaye girişi, toplam talebi artırarak, dış ticarete konu olan malların ve dış ticarete konu olmayan malların fiyatlarını yükseltir. Dış ticarete konu olan malların fiyatlarındaki artış, ticaret denge açığına yol açarak, döviz kurunda artışa neden olur ve iki mal grubu arasındaki göreceli fiyatları dış ticarete konu olan mallar aleyhine değiştirir. Dış ticarete konu olmayan malların göreceli fiyatlarının bu şekilde düşmesi, bu mallara yönelik bir talep artışına yol açarak üretim faktörlerinin daha çok bu mallar için istihdam edilmesine yol açar. Bu gelişmeler sonucunda, dış ticarete konu olmayan malların fiyatlarını yükselir, ekonomide kaynak dağılımını bozulur ve yurtiçi-yurtdışı fiyat farklılığına (reel döviz kurunda artışa) meydana gelir. Toplam üretim içerisinde ticarete konu olmayan malların payının bu şekilde artması, ülkenin cari işlemler dengesindeki açığın büyümesine yol açar (Corbo ve Hernandez, 1994, ss.2-3).

Yoğun sermaye girişleri, ev sahibi ülkede toplam talebin aşırı artışına neden olur. Bu toplam talep artışının makroekonomik yansıması ise enflasyon oranlarında yükselme, cari işlemler bilançosu açıklarında artış ve reel döviz kurunda değer kazanmasıdır (Mejia-Lopez, 1999, ss.24). Ulusal paranın değerli hale gelmesi, devalüasyon beklentilerini artırır. Beklentilerdeki artış, hem nominal faiz oranlarını hem de döviz kurlarını yükseltir. Devalüasyon beklentilerindeki artıştan kaynaklanan riskleri azaltmak ve istikrarı sağlamak için GOÜ para birimlerini \$'a sabitlemişlerdir. Ancak istikrarı sağlamaya yönelik döviz kuru rejimi, sermaye girişinin reel faiz farklılığının yanında kur farkından da yararlanmaya yönelik olmasına yol açmıştır. Böylece devalüasyon beklentilerini önlemeye yönelik uygulama, kurların sürdürülemediği spekülasyonuna yol açmıştır.

Sermaye girişlerinin ters yönde hareket etmesi durumunda cari işlemler bilançosu açığının finanse edilmesinin güçleşebileceği boyutu ise yoğun sermaye çıkışları öncesinde çoğu zaman göz ardı edilmiştir (Karsak, 1995, ss.35-36). Doğrudan yatırımlar ile bu açıkların finanse edilmesi, kur kriz olasılığını azaltırken, kısa vadeli borçlanma ile finansman yöntemi ise spekülatif faaliyetleri artırır ve finansal sistemi saldırılara açık hale getirir. Bu nedenle cari işlemler açıklarının büyüklüğünden ziyade, nasıl finanse edildiği daha önemlidir (Frankel, 1998, ss.7).

GOÜ, sermaye girişleriyle yatırımlarını finanse etmişler ve döviz piyasalarında istikrar sağlamak için yüksek miktarlarda döviz rezervi biriktirmişlerdir. Tablo 1.3'deki verileri kullandığımızda, 1983-89 döneminde GOÜ, GSÜ ve YSAÜ'e, giriş yapan yıllık ortalama toplam net sermaye hareketlerinin % 27'sini, rezerv birikiminde kullanmış ve bu oran, 1990-96 döneminde % 45'ye çıkmıştır.

Sermaye hareketlerinin büyük miktarlarda rezerv artışında kullanılmasının maliyeti, merkez bankasının bu rezervlerden sağlayabileceği getiriyi aşar. Bu rezervlerin maliyeti, dış dünyadaki kredi faizlerine, getirisi ise dış dünyadaki mevduat faizlerine eşittir. Merkez bankası, ülkeye giren dövizleri toplarken piyasaya yerli para sürer ve ekonomiye bir istikrarsızlık etkeni aşılar (Oyan, 1998, ss.301). Sermaye girişlerinin yarattığı istikrarsızlık potansiyelinin kontrolü ise sermaye girişinin zorladığı parasal genişlemenin sınırlandırılması yani ulusal para otoritesinin sterilizasyon kapasitesi ve becerisine bağlıdır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998, ss.37).

Sermaye girişlerinin neden olduğu parasal genişlemenin etkilerini ortadan kaldırmaya yönelik seçilen politika araçlarının uzun süre kullanılması ise bazı sorunlara neden olur. Açık piyasa işlemleri, faiz hadlerinin yükselterek devletin borçlanma maliyetinin artırır. Faiz oranlarındaki yükselmeler ise ülkeye giriş yapan sermaye bileşimini etkiler. Yükselen faizler ise portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye hareketlerini uyarıp toplam içerisindeki paylarının arttırarak doğrudan yatırımların payını düşürür. Mevduat munzam karşılıklarını yükseltme, serbestleşme eğilimlerine ters düşen bir uygulamadır. Bu politika aracı, yurtdışından borçlanmayı teşvik ederek bankacılık sektörünün aracılık rolünün banka dışı kesime geçmesine ve para politikası uygulamaları başarısının ortadan kalkmasına yol açar (Mejia-Lopez, 1999, ss36).

Sermaye girişlerinin parasal taban üzerindeki etkilerini kaldırmaya yönelik sterilizasyon işlemleri, reel faiz ve reel döviz kuru birleşiminin yeni ekonomik koşullarla tutarsız olma sonucunu doğurur (Wong and Carranza, 1998, ss.16). Nitekim, sermaye girişinin yoğun olduğu ülkelerin çoğunda makroekonomik dengeler bozulmuş, finansal piyasalar spekülasyon saldırılara açık hale gelmiştir. Finansal kesimin saldırıya açık olması, borçlanmalarındaki artışın bir sonucu olarak gerçekleşir. Borçlanmalardaki artış, varlıkların fiyatlarındaki artış tarafından desteklenir. Varlık fiyatlardaki artışla sermaye girişleri devam ettiğinde hane halkının tüketim ve borçları, varlıkların değer kazanmasıyla artar. Değer kazanan varlıklar, yeni kredilere teminat gösterilmek için kullanıldığında finansal sektör saldırılara açık hale gelir. Kaynakların hatalı tahsisi ile başlayan finansal bozulma, teminat olarak gösterilen hisse senetlerinin fiyatlarının düşüşüyle devam eder ve finansal sistemi krize sürüklenir (Mejia-Lopez, 1999, ss29).

1.5.2. Yoğun Sermaye Çıkışlarının Etkileri

1970'li yıllarda uluslararası likiditenin bollaşması ve sanayileşmiş ülkelerdeki gelişmeler, petro-dolar fonlarının GOÜ'e ucuz krediler şeklinde verilmesini ve böylece bu ülkelere yoğun sermaye girişlerini başlatmıştır⁸. Ancak bu süreç, Meksika

⁸ Petrol dolarların yeniden dolaşım süreci (1973-1982) döneminde, GOÜ'e yönelik net özel sermaye girişleri 165 milyar \$ civarındadır. Bu miktarın söz konusu ülkelerin 1973-1982 dönemindeki GSYİH'larına oranı, yaklaşık % 1'dir. 1990-1996 arasında GOÜ'e net sermaye girişleri, 1,04 trilyon \$ ve bu miktarın, bu ülkelerin GSYİH'larına oranı % 3'tür (Göktaş, 2000, ss.88).

hükümetinin 1982 yılı Ağustos ayında borç yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini açıklamasıyla başlayan borç krizleri nedeniyle sona ermiştir. Borç krizleri, GOÜ'den kaçış derecesinde sermaye çıkışları başlatmış ve bu sermaye çıkışları, bu ülkelerin en önemli problemleri arasına girmiştir. Yönü SÜ'e doğru olan GOÜ'den yoğun sermaye çıkışı, iktisat literatürüne sermaye kaçışı olarak geçmiştir. Sermaye ithalatçısı olan ülkelerden yoğun sermaye çıkışı, yurtiçi faiz oranları, döviz kurları ve döviz rezervleri üzerinde istikrarsızlıklar oluşturmuştur. Döviz kurları ve faizlerde dalgalanma sıklığı, hem başlangıçtaki olumsuz koşullardan, hem de sermaye hareketlerindeki dalgalanmalardan etkilenmiştir.

Yerli varlıklardan yabancı varlıklara yönelişe (sermaye kaçışına) yol açan unsurlar şöyledir (Khan and Haque, 1988, ss.2-3) :

- Döviz kurunda aşırı değerlenme, yerli paranın devalüe edileceği beklentilerinin güçlenmesine yol açar. Devalüasyon beklentisi ise yerli para cinsinden olan varlıklardan yabancı para cinsinden olan varlıklara yönelişe yol açar.
- Faiz oranları üzerindeki baskılar, faiz getirisini yabancı finansal araçların getirisinin altına düşürür. Bu yatırım ortamında yatırımcılar, yabancı finansal araçlara yönelirler.
- Artan mali açıklar, emisyonla kapatıldığında ekonomi enflasyon baskısı altına girer. Enflasyon, bireylerin ellerinde tuttuğu yerli paranın alım gücünü aşındırır. Bireyler, bu zarardan (Enflasyon vergisinden) kaçınmak için yabancı varlıklara yönelirler. Mali açıkların bono satışı veya dış borçlanma ile kapatılması durumunda, bireylerde devletin bu borçları gelecekte parasallaştıracağı veya vergilerini artıracacağı beklentisi oluşur. Bu beklentiler, bireylerin gelecekteki vergi yükümlülüğünü azaltmak için tasarruflarını yurtdışına çıkarmalarına neden olur.
- GOÜ, siyasi-ekonomik yapı ve kurumlar itibariyle SÜ'den farklılıklar gösterir. Farklılıklar ve bu yapıda olası değişmelerin varlığı, risk faktörünü ortaya çıkarır ve yatırımcıların tasarruflarını yurtdışına çıkarmasına yol açar. SÜ'deki güvenli yatırım ortamı, GOÜ'den sermaye çıkışına neden olur.

Devalüasyon beklentileri ile başlayan sermaye kaçıışı ulusal ekonomiler üzerinde yarattığı etkiler ise şöyledir: Kendilerini güvende hissetmeyen yatırımcıların ellerindeki varlıkları yabancı para cinsinden varlıklara dönüştürüp yurtdışına çıkarması, sermaye kaçışını başlatarak yabancı paralara olan talebi artırır ve ulusal paranın yabancı ülke paraları karşısındaki değişim fiyatları istikrarını bozar. Ulusal para otoriteleri, yoğun sermaye çıkışları karşısında döviz kuru istikrarını sağlamaya çalışırsa, döviz rezervleri erimeye başlar. Rezervleri azalan merkez bankası, para biriminin değerini düşürmek zorunda kalır. Yapılan devalüasyon, reel anlamda dış borç stokunu artırır. Yerli paraya olan talebin azalması da iktidarların enflasyon vergisi kazancını azaltır.

Eğer yoğun sermaye çıkışı kalıcı ise yatırımların finansmanında kullanılan fonların miktarı azalır ve maliyeti artar. Yatırımların azalması, sermaye birikimini yavaşlatır ve büyüme oranlarını düşürür. Sermaye kaçıışı, devletin vergi tabanını daraltır ve vergi gelirleri azaltır. Kamunun daha az vergi gelinine sahip olması, kamunun bütçe açığını miktarını artırır. Bu durumda kamunun önünde uygulama zorluğu olan iki seçenek ortaya çıkar: Ya yeniden dış borçlanma ya da vergilerin artırılması. Dış borçlanma dış borcun yüksek marjinal maliyetinden, vergileme seçeneği de vergilendirilebilir gelirin azlığından ve daha yüksek vergilendirmenin vergi gelirlerini azaltacağından dolayı uygulanmak istenmez. Bu iki seçeneğe alternatif ise enflasyonist finansman politikasıdır (Esen, 1990, ss. 44-45).

Ağır borç yükü altındaki GOÜ'nin sermaye kaçışını sınırlandırmaları, ters yöne çevirebilmeleri veya kaçan sermayeyi borç ödemelerinde kullanabilmeleri halinde daha iyi bir durumda olacakları, tartışma konusu olmuştur. İktisatçılar, sermaye kaçışını ya da ülkeyi terk eden sermayeyi, bu ülkeler için gerekli fonlara temel kaynak olarak görmüşlerdir. Uluslararası mali kuruluşlar ise sermaye kaçışını, bu ülkelere yeni kredi vermemenin bir nedeni ya da özürü olarak göstermişlerdir (Sayım, 1995, ss.47).

1990'lı yıllarda ulusal ekonomilerin dışa açılmaları, dünya ekonomisinde ve bölge ekonomilerinde ortaya çıkan gelişmelere daha duyarlı ekonomiler yaratmıştır. Kısa vadeli ve spekülative niteliğe bürünmüş sermaye hareketleri, ulusal ekonomi ile dünya ekonomisi göstergeleri arasındaki en küçük farklılaşmayı bile gözetmeye başlamıştır. Bu hassas etkileşim, sermaye hareketlerinin ulusal ekonomilerde veya komşu ülkelerde meydana gelen bozulmalar karşısında şiddetli tepki vermesinde ve kur

krizlerinin oluşumunda etkili olmuştur. 1990 yıllarda yaşanan kur krizleri öncesinde, yatırımcıların kararlarına bağlı olarak GOÜ'nin menkul kıymetler borsalarından çok hızlı sermaye çıkışları olmuştur. Bu yıllarda portföy yatırımları, daha kısa vadeli bir niteliğe bürünmüş ve olumsuz ekonomik beklentilere çok hızlı cevap vermiştir. Bu haliyle spekülasyon sermaye hareketlerine dönüşen portföy yatırımları, ekonomideki dengesizliklerin dozunu artıran bir rol oynar hale gelmiştir. Ulusal ekonomide portföy yatırımlarının karlılığını düşürebilecek bir politika uygulaması veya benzer gelişmeler, bu sermayenin derhal yurtdışına çıkmasına neden olmuştur. Bu koşullar altında, ulusal para cinsinden tutulan varlıkların fiyatlarında bir çöküş ve sermayenin döviz olarak yurtdışına çıkışından dolayı döviz kurları üzerinde devalüasyon baskısı ortaya çıkmıştır.

1.5.3. 1990'lı Yıllarda Yaşanan Kur Krizleri

1997 Doğu Asya Kur Krizi, döviz kuru rejimleri ve kur krizleri konusunda yapılan tartışmaları tekrar başlatmıştır. Meksika (1973-82) ve Arjantin'de (1978-81) yaşanan kur krizleri, iktisatçıları ödemeler dengesi krizlerini açıklamaya yönelik çalışmalar yapmaya sevk etmiştir. Taşıdığı ortak özellikler nedeniyle "Birinci Kuşak Kur Kriz Modelleri (BKKKM)" adı altında toplanan çalışmalar, 1990 öncesinde yaşanan kur krizlerinin açıklanmak için ortaya atılmışlardır (Esquivel ve Larrain, 1998, s.3). Bu çalışmaları şöyle sıralayabiliriz: Salant ve Henderson'un 1978 tarihli çalışmasından yola çıkan Paul Krugman (1979), Flood ve Garber (1984), Connolly ve Taylor (1984), Calvo (1987) ve Edwards (1989).

1990 sonrasında yaşanan Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (1992-93), Latin Amerika (1994-95) ve 1997 Doğu Asya kur krizleri, bölge ülkelerinin döviz kurlarına yönelik başarılı spekülasyon saldırıları sonucunda olmuştur. Bu krizler sonrasında iktisatçılar, sabit döviz kurunun kırılganlığı üzerinde daha fazla düşünmeye başlamışlar ve birçok iktisatçı, kur krizlerini açıklamada BKKKM'ne alternatif açıklamalar getirmişlerdir. Yapılan alternatif çalışmaların ortak yönü, ekonomik büyüklüklerde sürekli kötü gelişmeler olmasa bile, kur krizi olasılığının bulunmasıdır. Bu çizgideki modeller "İkinci Kuşak Kur Kriz Modelleri (İKKKM)" olarak adlandırılmıştır (Esquivel ve Larrain, 1998, s.4). Bu yönde yapılan çalışmalar: Obstfeld (1994, 1996), Calvo (1995), Cole ve Kehoe (1996), Sachs, Torrel ve Velasco (1996) ve Drazen (1998)'dir.

BKKKM'nde ekonomik büyüklükler, bir kur krizinin olup olmayacağı konusunda, anahtar bir role sahiptir. Bir kur kriz olasılığı, yalnızca ekonomik büyüklükler tarafından belirlenir, dolayısıyla görece olarak iyi ekonomik büyüklüklere sahip olan bir ülkenin, bu modeller çerçevesinde bir kur krizine yakalanması söz konusu değildir. İKKKM'nde ise gelecek hakkındaki kötümser beklentilerin oluşturduğu spekülasyon saldırıları, gelecekte ortaya çıkması olası ve hatta atlatılması olası bir kur krizine neden olduğu konusunda görüşler ileri sürülür.

BKKKM, kriz öncesinde ekonomik bozulmaları analizlerinde kullanarak ekonominin krize itilmesini, İKKKM ise ekonomik bozulma beklentilerinin ekonomiyi krize çekmesini inceler. Finansal piyasaların kur krizlerinde oynadıkları rol ise sadece krizin gerçekleşme tarihini öne almasıdır. 1990 sonrası yaşanan kur krizlerinin bölgesel olması, kur krizlerinde bulaşıcılık (contagion) ve sermaye hareketlerinde değişkenlik (volatility) konusunda tartışmalar başlatmıştır.

Bulaşıcılık etkisi, bir ülkede ortaya çıkan kur krizinin, sürü psikolojisinin de etkisiyle coğrafi olarak komşu ülkelere ve finansal bağlantılar açısından sıkı ilişkiler içerisinde olduğu ülkelere bir hastalık gibi bulaşması ve o ülkeleri de kur krizine sürüklemesine yol açan etkidir. Özellikle portföy yatırımları ve spekülasyon amaçlı kısa vadeli diğer yatırımlar, faiz-kur farklılıkları gözetir ve arbitraj kazançları kovalar. Bu tür sermaye hareketlerinin değişkenliği ise faiz oranları farklılıklarına, hisse senedi getirilerine ve kur krizlerinin bulaşıcılık etkisine olan duyarlılıktan kaynaklanır.

Kur krizlerinin bulaşıcılığı, ticaret ve finansal bağlantılar aracılığıyla, yatırımcıların asimetrik bilgidan kaynaklanan sürü psikolojisiyle gerçekleşir (Mejia-Lopez, 1999, ss.21-25) :

Bir ülkede döviz kurunun değer kaybetmesi, bu ülkenin rekabet içinde olduğu ülkeleri ve yakın komşularını, üçüncü ülke pazarlarında rekabet ve çıktı açısından zor duruma sokar ve onların döviz kurlarını spekülasyon saldırılara açık bırakır. Doğu Asya Ülkelerinin ticaret ortaklarının doğrudan büyük etkilere maruz kalması ve ardışık devalüasyonlar, ticaret düzenlemelerinin krizlerin bulaşıcılığında katkısı olduğunu gösterir.

Güçlü finansal ilişkilere sahip olan ülkeler grubunda ortaya çıkan bir kriz, diğer ülkeleri de kendisine çeker. Örneğin 1998 Rusya Mali Kriz öncesinde, G. Kore bankalarında büyük meblağlarda yüksek getirili Brezilya ve Rusya menkul varlıkları birikmişti. Aynı zamanda Rusya'da önemli miktarda Brezilya yatırımları vardı. Likidite sıkıntısına düşen G. Kore bankaları, menkul varlıkları ellerinden çıkarmaya başlamasıyla, bu ülkelere ait menkul varlıkların fiyatı düşmüş ve Brezilya da Rusya'daki sermayesini geri getirmiştir. Doğu Asya Kur Krizi, finansal bağlantılar aracılığıyla Brezilya ve Rusya'yı gecikmeli olarak etkilemiştir. Doğu Asya Krizi, yatırımcıların psikolojisinin önemini de doğrular. Bir ülkenin kurunun çökmesiyle, yabancı yatırımcıların diğer komşu ülkelerin ekonomik büyüklüklerine bakış açısı değişir. Eğer yatırımcı, bu ülkelerin ekonomik büyüklüklerinde bir bozulmanın başladığını düşüncesine kapılırsa, sermayesini dışarı çıkarmaya çalışır ve kriz, bölge ülkelerine yayılır. Bireysel ve kurumsal yatırımcıların sürü psikolojisi ile hareket etmeleri ise kur krizlerine bulaşıcı özellikler kazandırır.

Sürü psikolojisi davranışı, asimetrik bilgi argümanına dayanır. İnsanların neden sürü psikolojisi ile hareket edip, rasyonellikten uzaklaştıkları konusunda tutarlı iki açıklama vardır: Bunlardan ilki, özel bilgiye sahip yatırımcılar düşüncesinden kaynaklanan "Bandwagon Etkisi" dir. Krugman'ın bu konuda verdiği örnek: "Varsayalım ki 1. yatırımcı emlak piyasasında, 2. yatırımcı bankalarının finansal yapıları hakkında ve 3. yatırımcı ise devletin mali durumu hakkında gizli bilgilere sahip olsunlar. Eğer 1. yatırımcı, olumsuz gizli bilgiden dolayı satışa geçerse, 2. yatırımcı, olumlu bilgiye sahip olsa bile, 1. yatırımcının satışa geçmesinden dolayı kendisi de satışa geçer. 3. yatırımcı çok olumlu bir bilgiye sahip olsa bile 1. ve 2. yatırımcıların davranışlarından dolayı, o da satış furçasına katılacaktır.". Sürü psikolojisi, bilgi maliyetlerinden kaynaklanır. Yatırımcılar, sınırlı bilgi altında karar almak durumundadır ve bu yüzden söylentilere bile inanarak aşırı tepkiler gösterirler. İkinci açıklama, yatırım fonlarının ilk sahipleri tarafından değil, aracı kurumlar tarafından yönlendirilmesidir. Kur krizine yakalanma riski yüksek ülkelere bir aracı kurumun çıkışını, diğer aracı kurumlar izler. Çünkü hiç bir aracı kurum, riski yükselen bir ülkede kalmak istemez. Bu tür fonları yönetenler, gelecekteki bir zarardan kaçınmak için likiditelerini yükseltme ihtiyacını duyarlar. En iyi strateji ise kriz olmadan varlıkların satılmasıdır. Bu tür davranışlar, başlangıçtaki karışıklığı tüm piyasalara yayar (Krugman, 1997, ss.7).

1.5.3.1. 1992-93 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi

ERM’nda döviz kurları sabit fakat ayarlanabilir kur sistemine dayanır. Bu tür döviz kuru sistemlerin aksamadan yürümesi için, parasal birliğe üye ülkeler arasındaki ekonomik, mali, parasal, vergi ve diğer politikalar uyumlu olmalıdır. 1992 yılının Eylül ayında Alman Merkez Bankası, Doğu Almanya’nın altyapı yatırım harcamaları sonucunda artmaya başlayan enflasyon oranını istikrarlı hale getirmek sıkı para politikasıyla faiz oranlarını yükseltmiştir. ABD ile Almanya arasındaki faiz farkının açılması, Alman Markı üzerinde değer kazanma baskısı oluşturmuştur. Mali genişleme yaşamaksızın, Almanya’nın sıkı para politikasından etkilenen diğer AB ülkelerinde, kaçınılmaz olarak ekonomik durgunluk ve işsizlik artışı başlamıştır. Faiz oranlarındaki artışlar, iç borçların yüksek olduğu ülkelerde borçların geri ödeme yükünü artırmıştır. İngiltere ve İtalya döviz kurlarını, ERM’nin öngördüğü değişim bandının dışarısına çıkarmışlardır. Danimarka’nın Maastricht Antlaşmasını onaylamamasıyla Avrupa Para Birliği’nin geleceği hakkında kuşku artması ve 2 Ağustos 1993 tarihinde Alman merkez bankası, beklentilerin aksine, reeskont oranlarını düşürmeyi reddetmesi sonucunda spekülörler, diğer AB ülkelerinin paralarını ellerinden çıkartıp Alman Markı’na ve ABD \$’na yönelmeleri, ERM kur krizine neden olmuştur⁹. Fransa ve Alman merkez bankalarının işbirliği yaparak piyasaya yaptıkları müdahaleler ise yetersiz kalmıştır. AB ülkeleri $\pm\%2,25$ ’lik değişim bandının terk ederek merkezi kur etrafındaki dalgalanmaları $\pm\%15$ ’lik daha geniş bir değişim bandı uygulamasına geçmişlerdir (Seyidoğlu, 1996, ss.548-549, TCMB 1992 yıllık bülten, ss.8). Ancak AB ülkeleri, eski dar banda yakın kalmaya çalışmışlar ve faiz oranlarının yüksek tutmuşlardır (TCMB, 1993 yıllık bülten, ss.8).

İktidarların işsizlik problemini çözmek için maruz kaldıkları baskılar, krizlerin dinamiğini oluşturmuş ve dolayısıyla ERM krizlerine neden olan motivasyon, eksik talepten kaynaklanan işsizlik olmuştur (Krugman, 1997, ss.9). İKKKM çerçevesinde bakıldığında ise AB ülkeleri iktidarları, yüksek işsizlik maliyetleri ile ERM’den çıkmanın politik maliyetleri arasında kalmıştır. Krugman (1997, ss.10), ERM krizlerine ait dört özellik olduğunu vurgular:

⁹ “Bu olay, ülkelerin politikaları birbirine ters düştüğü ya da ülkeler herkes için aynı olmayan dengesizliklerle karşılaştıkları zaman sabit döviz kurunu sürdürmenin güçlüğüne işaret eder.” (Dornbusch ve Fischer, 1998, ss.172).

Kriz öncesinde Sterlin'deki devalüasyon ihtimalini fark eden ve ünlü spekülâtör George Soros, kendi satışları ile bu çöküşü hızlandırmaya çalışarak, döviz kuru rejiminde yaşanacak çöküşten kar elde etmeye çalışmıştır. Soros'un çabası, piyasa manipülasyonlarının kur krizine neden olabileceği konusunda örnek olarak gösterilir.

ERM krizinden çıkarılan bir başka ders, büyük sermaye hareketlerinin yaşandığı bir dünyada, krizler ile döviz rezervleri arasındaki ilişki önemsiz hale gelmesidir. Örneğin, İngiltere ve İtalya merkez bankaları yeterince döviz rezervleri sahipti ve büyük miktarlarla döviz kuruna müdahale edebilecek durumdaydılar.

Bir başka sonuç ise krizin, finans piyasalarının tarafından beklenmedikleri anda ortaya çıkmasıdır. Rose ve Svensson (1994) yapmış oldukları çalışmada, spekülâtif hareketler maruz kalan para birimlerinin değişim bandının dışına doğru genişlemelerinin, çöküşten bir ay önce başladığını bulmuşlardır.

ERM krizlerinden alınacak son bir ders ise krizden etkilenen ve para birimlerini değişim bandının dışına çıkaran ülkelerin, para birimlerini korumaya çalışan ülkelere nazaran daha iyi duruma gelmiş olmasıdır. Örneğin, İngiltere enflasyon oranında bir artış olmaksızın işsizliğini önemli ölçüde azalmıştır.

1.5.3.2. 1994-95 Latin Amerika Kur Krizi

Birçok açıdan ERM krizlerine benzeyen Latin Amerika Kur Krizi'nin etkileri daha şiddetli olmuştur. Meksika'nın diğer gelişmekte olan piyasalara göre daha düşük riske ile daha yüksek getiriye sahip olması ve ABD'deki faiz oranlarının düşmesi, Meksika'ya büyük miktarlarda yabancı sermaye girişine neden olmuştur. Ancak söz konusu sermayenin, reel yatırımlar yerine spekülâtif alanlara yönelmesi ve Peso'nun değer kazanması, Meksika'nın rekabet gücünü zayıflatmış ve büyüme oranları düşüşe geçmiştir. 1991 yılından itibaren Meksika'nın cari işlemler açıklarının % 5'lerin üzerine çıkması¹⁰, artan işsizlik nedeniyle sabit döviz kurundan vazgeçilerek genişlemeci bir para politikasının uygulanacağı yönünde beklentilerin oluşması, Latin Amerika'da kur

¹⁰ 1993 yılında 23 milyar \$ cari işlemler açığı ile GOÜ arasında ilk sırayı; cari işlemler açığının GSYİH'ya oranı açısından % 6,4'lük bir değer ile Macaristan'ın arkasından ikinci sırayı almıştır (Karsak, 1995, ss.35).

krizinin çıkma söylentilerinin, 1993 yılında başlamasına neden olmuştur. Ancak Latin Amerika para piyasaları, bu uyarıları dikkate almamıştır. 1994 yılında seçim sürecine giren Meksika'da gevşek para politikası uygulanması, yabancı sermaye girişlerinin durması, döviz rezervleri erimeye başlaması ve son olarak devletin ABD Doları'na endeksli kısa vadeli borç senetlerini (Tesobono) ödemekte zorlanması, yurtdışındaki bankaların baskısı ile devlet seçim sonrasında Peso'yu % 15 devalüe edilmiştir. İlk devalüasyonun yetersiz kalmasıyla, yeni devalüasyonlar yapılmıştır. Enflasyon oranının ve Peso'nun, istikrarlı olması için sıkı para politikası uygulayan Meksika'da iç talep daraltılmış ve ekonomi % 6,2 küçülmüştür (Atabay ve Ülker, 1998 ss. 13-14).

ABD bankalarının Meksika'da büyük miktarlarda yatırımı ve krizin derinleşmesinin bu yatırımların değerini çok aşağıya çekecek olması, Meksika'dan ABD'ye yasadışı göçlerin artabileceği ve devalüasyonlar sonucu Meksika kökenli malların ABD iç pazarını dolduracağı korkusu, ABD hükümetinin krize müdahale etmesine neden olmuştur. ABD hükümeti, Meksika'ya 50 milyar \$'lık bir uluslararası kredi sağlanmasında öncülük etmiştir. Meksika Hükümeti de petrol gelirlerini, verilen kredilere teminat göstermiştir (Karsak, 1995, ss.38).

1980'lı yılların sonunda % 4923 enflasyon oranına sahip olan Arjantin, 1990 yılında yapmış olduğu ekonomik reformlarla oluşturulan güven ve IMF ile yapılan anlaşmalar ortamında, yabancı sermaye girişi artmıştır. Spekülatörlerin, Arjantin'in sabit döviz kurunu terk edeceği yönünde beklentilerle sermaye çıkışı başlatmaları, Arjantin bankacılık sistemini zor duruma düşürmüştü ve Arjantin'in uluslararası rezervleri 1995 yılının ilk yarısında yaklaşık % 50 azalmıştır. Arjantin, bankacılık sektörünü desteklemek için uluslararası piyasalarda kredi aramıştır. Arjantin, Meksika gibi devalüasyonlara başvurmamış, para piyasalarında güven ortamı oluşturmak için sabit döviz kurunu sürdürmeyi çalışmış, spekülatif saldırılarla mücadele etme yolunu seçmiştir (Atabay ve Ülker, 1998 ss. 16).

Latin Amerika ve ERM kur krizlerinin göze çarpan ortak yanları: Kur krizinin, finans piyasalar tarafında çok geç fark edilmesi ve iktisatçıların uyarılarının dikkate alınmamasıdır. İki kur krizi arasındaki farklılık ise devalüasyon yolunu seçen İngiltere ve Meksika, devalüasyon yolunu seçmeyen Fransa ve Arjantin'e nispeten daha başarılı bir biçimde toparlanması olmuştur.

1.5.3.3. 1997 Doğu Asya Kur Krizi

Uzun dönem yüksek ekonomik büyüme oranlarının sürdürülebilmesi için sermaye birikimini yükseltmeye yönelik politik baskılar, ucuz ve bol miktarlarda borçlanmayı kolaylaştıran kur riskine karşı korumalı döviz kuru politikaları, Japonya ve Avrupa ülkelerindeki düşük faiz oranları¹¹, gelişmekte olan Doğu Asya ülkeleri piyasalarındaki yüksek kazançlar ve bölge ülkelerindeki ucuz üretim koşulları nedeniyle, büyük sermaye birikimlerine sahip gelişmiş ülkelere, büyük hacimlerde sermaye akımları olmuştur. Büyüme oranlarının yüksekliğinden kaynaklanan aşırı olumlu beklentiler, bölge ülkelerin yatırım taleplerindeki patlamaların basit bir finansman yöntemi olarak sermaye girişlerine yol açmıştır. Uluslararası bankalar muazzam miktarlarda Doğu Asya ülkeleri bankalarına borçlar vermişlerdir (Tablo 1.12). Tayland Bankong Bankası başkan yardımcısı Vongthip Chumpani “Yabancılar bizi kredi almaya adeta zorluyorlardı” demiştir (İlyas, 1998, ss.20). Bankalar vasıtasıyla devletin yasal olarak düzenlenmemiş garantisinde alınan dış borçlar, yerli para cinsinden özel sektöre kredi olarak yönlendirilmiştir. Bankaların kısa vadeli borçlanmaları, kur riskinin; uzun vadeli kredi vermeleri ise vade riskinin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

TABLO 1.12: DOĞU ASYA ÜLKELERİNİN ULUSLARARASI BANKALARA OLAN BORÇLARI ⁽¹⁾

	ABD Bankalarına	Japon Bankalarına	AB Bankalarına	Uluslararası Borçlanma	Toplam
G.Kore	36,3	23,7	10	103,4	173,4
Çin	28,1	18,7	2,9	57,9	107,6
Endonezya	22,5	23,2	4,6	58,7	109,0
Tayland	19,8	37,7	4,0	69,4	130,9
Tayvan	14,4	3,0	2,5	25,2	45,1
Malezya	12,7	10,5	2,4	28,8	54,4
Filipinler	6,8	2,1	2,8	14,1	25,8
Toplam	140,6	118,9	29,2	357,5	646,2

Kaynak: İlyas, Atilla İ.(1998). “Asya Krizi, Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri”, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:1998-47, sayfa no: 39.

1) Haziran 1997 itibariyle milyar ABD \$.

¹¹ 1985 Eylülü’ndeki Plaza Anlaşması ile Beş Büyükler (ABD, Almanya, Japonya, Fransa ve İngiltere), doların değerinin düşürülmesi amacıyla döviz piyasalarına işbirliği içinde müdahale konusunda anlaşmaya varmışlardır. 1986’da ABD, Japonya ve Almanya, sermaye akımlarını doğrudan etkilemeden büyümeyi canlandırmak ve işsizliği azaltmak (1980’lerde çoğu Avrupa ülkesinde işsizlik %10’larda idi.) amacıyla faizleri indirme konusunda işbirliği yapmışlardır (Seyidoğlu, 1996, ss.551). 1992-94 yılların ABD \$’a uygulanan euro-dolar piyasa faizleri, % 1’in altına inmiştir (Şekil 1.3).

Doların, Yen karşısında değer kazanması, kaçınılmaz olarak para birimlerine dolara bağlayan Doğu Asya ülkelerinin paralarının değer kazanmasına ve uluslararası piyasalarda rekabet güçlerinde azalmalara neden olmuştur. İhracat oranlarındaki azalışla birlikte, cari işlemler açıkları sürekli hale gelmiştir. Finansal sistemin devletin güdümünde olması, bankaların devlet garantileri ile desteklenmesi, gözetim, denetim ve kontrol eksikliğinin bulunması sonucunda, iç ve dış tasarrufların ticarete konu olmayan gayrimenkul gibi verimliliği düşük yatırımlara yönelmiştir. Kısa vadeli borçların toplam borçların içerisindeki payının yüksekliğinden kaynaklanan aşırı borç sorunu, finansal sistemini kırılgan hale getirerek spekülasyon saldırılarına açık bırakmıştır (Tablo 1.13).

TABLO 1.13: KISA VADELİ BORÇLARIN TOPLAM BORÇLAR İÇERİSİNDEKİ PAYI (1992-1997)

ÜLKELER	1992	1993	1994	1995	1996	1997 ⁽¹⁾
G. Kore	48,1	56,8	48,8	47,2	50,3	56,4
Endonezya	60,5	61,7	61,8	61,9	61,7	59,0
Malezya	45,7	40,8	47,4	48,8	58,2	58,8
Filipinler	71,4	70,8	71,1	70,0	67,5	67,9
Tayland	69,0	72,1	71,0	69,4	65,2	65,7

Kaynak: IMF- World Bank Special Issue, Economic Dialogue Turkey, Issue: 44, October 1998, s.83

1) 1997 yılının ilk yarısı

Ekonomik faaliyetler iktidarlar tarafından, politikacı, bürokrat ve işadamlarının menfaatleri doğrultusunda, teşvik kredileri kişisel ve politik kayırcılık ile dağıtılmıştır. İlişkilerin birbirine karışması ve yozlaşmalar sonucunda krediler, düşük karlılıktaki projeler ve dış ticarete konu olmayan sektörlerde kullanılmıştır. Kamu bankaları, iktidarlar tarafından dolaylı olarak kontrol edilmiş ve banka kredileri, politik kayırcılık ile ahabap ve akraba işadamlarının kullanımına tahsis edilmiştir. Bu uygulamalar, eş-dost kapitalizmi (Crony Capitalism) olarak adlandırılmıştır. Hükümetler, şirketlerin yüksek dış borçlarına, şişen gayrimenkul ve menkul fiyatlarına göz yummuşlardır. Finansal kurumların yöneticileri, tedbirsizce faaliyetlerini yürütmüşler, olası bir zarar durumunda devletin kendilerini kurtaracağı veya uluslararası düzeyde bir problemle karşılaşılması durumunda IMF'in kurtarma operasyonları olacağını düşünerek, firmalara kredi vermede rekabete girmişlerdir. Kredi verme rekabeti sonucunda yatırım kararları, projelerden beklenen ortalama kar oranı yerine, maksimum kar oranına göre alınmaya başlamıştır.

Doğu Asya Ülkelerinin içine düştüğü kriz, makroekonomik büyüklüklerden ziyade, mali sistemlerdeki yetersizlikler ve yönetim hataları sonucundan kaynaklanmıştır. Bu krizin en büyük özelliği, bu kadar geniş çaplı etki doğuracak özellikte olacağının hiç kimse tarafından fark edilememiş¹² olmasıdır. Bölge ülkelerin yüksek büyüme oranları aşırı olumlu hava yaratmış ve ekonomik riskler görmezlikten gelinmiştir. Başka bir neden olarak, kredi derecelendirme kurumlarının ekonomik büyüklüklerdeki artan bozulmalara not vermede başarısız olması ve bölge ülkelere aşırı yüksek notlar vermesini gösterilmiştir (Tablo 1.14).

TABLO 1.14: BAZI DOĞU ASYA ÜLKELERİNİN KREDİ NOTLARI

	G. Kore	Malezya	Filipinler	Endonezya	Tayland
Kredi Derecelendirme	A1	A1	Ba1	Baa3	A3

Kaynak: Dornbusch, Rudi (1998). "Asian Crisis Themes", MIT, ss.8.

Mali sistemde etkin olmayan bir denetim mekanizması varlığında, mali kuruluşların ahlaki riziko yaratma potansiyelleri artmıştır. Böyle bir yapı üzerinde kaynakların etkin olmayan ve spekülasyon amaçlı alanlara yönelmesi, ülkeleri çoğunluğu kısa vadeli olan aşırı borç yükü altına sokmuştur. Ülkelerin mali yapılarının bu şekilde oluşması, spekülasyon ortamının zemini hazırlamıştır. Nitekim kriz öncesinde kurumsal yatırım fonlarını yönetenler, dolara bağlı sabit kur izleyen Doğu Asya ekonomilerinin ihracat potansiyellerinde düşüş olacağını görmüşler ve olası bir devalüasyon karşısında yönettikleri fonların değeri koruma telaşına kapılmışlardır. Sermaye girişlerine yol açan değerli kur politikası, beklentilerin değişmesi ile sermaye çıkışlarına yol açması ise ilginç bir durum olarak karşımıza çıkmıştır. Bu durum, giriş yapan sermayenin önemli bir kısmının yüksek kazanç olanaklarının sürdüğü ve süreceği beklentilerinin varlığı durumunda ulusal ekonomilerde kalacak nitelikte olmasından kaynaklanmıştır.

Doğu Asya iktidarlarının açık olarak beyan edilmemiş garantileri üslenmekte ve piyasalara bu konuda güven vermede gönülsüz olmaya başlamasının yarattığı kötümser hava, çok yüksek borç/özsermaye oranına sahip olan firmalarının iflaslarını başlatarak, bankaların ödenmeyen alacakların hızla artmasına ve sermayelerinin erimesine ve tüm

¹² Krugman ve bazı iktisatçılar, Asya mucizesini sadece abartılı bulmuşlar ve büyüme sürecinin sonuna geldiğini vurgulamışlardır.

bunların sonucunda dış borçlanma imkanları ortadan kalkmasına neden olmuştur. Büyüme oranlarında yavaşlamayla beklentilerin ani bir şekilde değişmesi, şirket iflasları ve yurtdışından borçlanamama ile oluşan kötümser hava sermaye girişini yavaşlatmıştır. Bu ortamda spekülasyon faaliyetleri artmıştır. Döviz sepetinde büyük bir yer tutan ABD \$'ının 1994 yılından itibaren dünya piyasalarında değer kazanması sonucu aşırı değerli hale gelen Tayland Bahtı, spekülasyon baskılarına dayanamamıştır. 1997 Temmuz ayında, Tayland Bahtı'nın % 40 oranında devalüe edilmesi ile Doğu Asya kur krizi başlamıştır.

Tayland Bahtının ardından Filipin Pesosu da dalgalanmaya bırakılmıştır. Spekülasyon baskıları Malezya Ringiti ve Endonezya Rupisinde, Temmuz ve Ağustos aylarında ani düşüşlere yol açmış; Ağustos ayında Endonezya Rupisi üzerindeki dalgalanma aralıklarının kaldırılmıştır. G.Kore para birimi Won da ABD \$'ı karşısında değer kaybetmiştir. Kasım ayında Japonya'nın en büyük aracı kurumlarından Yamaichi'nin iflası krizin şiddetini artırmıştır. Doğu Asya ülkeleri merkez bankalarının krize yaklaşımı, yurtiçi faiz oranlarını yükselterek ABD \$'na endeksli kur paritelerini korumaya çalışmak olmuştur (TCMB, 1997 yıllık rapor, ss.11-12).

Sermaye çıkışları, 1997 yılının ikinci yarısındaki devalüasyonlardan önce başlamıştır. Doğu Asya ülkeleri hem paralarının değerinde hem de borsalarındaki kaçışlardan doğan düşüşler nedeniyle ikili bir zararla karşı karşıya kalmışlardır. Doğu Asya ülkelerinin hisse senedi piyasalarındaki düşüşler, firmaların ve hane halklarının net mali servetlerini düşürerek, tüketim ve yatırım harcamalarını azaltmıştır. Doğu Asya ülkelerinde iç talebin daralması, üretim ve istihdam seviyesinde düşüşe neden olmuştur. Kriz sonrasında uygulanan istikrar programları, bu bölgede büyümeyi düşürmüş ve bölgeye yönelik ihracatta daralma yaratmıştır. Doğu Asya Krizi sonrasında yapılan devalüasyonların diğer GOÜ'e olan etkilerden birisi, uluslararası ticarete aynı mal ve hizmetleri ihraç eden ülkeleri rekabet açısından zor duruma düşürmesi; diğeri ise sermaye hareketlerinin daha güvenli SÜ ekonomisinde kalmasının GOÜ'in dış finansman olanakları azaltması olmuştur.

Krizin ortaya çıkışından sonra gelişen olaylar, bölge ekonomisi ve dünya ekonomisi için oldukça şiddetli olmuştur. Kriz sonrasında, küresel mali sistemin etkinliği, IMF politikaları, spekülasyon sermaye hareketlerine yönelik kontrol uygulamaları, vb. konularda birçok soru ve endişe gündeme gelmiştir.

1.5.3.4. 1998 Rusya Mali Krizi

1998 yılının ortalarında Rusya ekonomisinde 140 milyar \$'a yakın dış borç ve 70 milyar \$'a yakın iç borç stoku oluşmuştu (Toplam borcun GSYİH'ya oranı % 42). Bu oranlar diğer GOÜ'le benzer düzeyde olsa da kısa vadeli borçların payının yüksek olması 1998 Rusya Mali Krizinin zeminini hazırlamıştır. Yurtdışından alınan borçların üretken olmayan yatırımlarda kullanılması, vergi ve sosyal güvenlik reformlarının yapılmaması (Sağlam bütçe kaynaklarının oluşturulamaması) Rusya ekonomisinde risklerin arttığı düşüncesine kaynaklık etmiştir. Finansman krizine giren Rusya, Temmuz ayında IMF ile bir destek anlaşması imzalamış ve dış finansman sağlamıştır. Dış finansman imkanlarının artmasının katkısıyla Rusya Merkez Bankası, devalüasyon beklentilerine karşılık olarak Rublenin devalüe edilmeyeceğini açıklasa da spekülasyonları azaltamamıştır. Bu ortamda ünlü spekülâtör George Soros'un Ağustos ayı ortalarına Financial Times'a gönderdiği mektupta Rublenin % 25 civarında devalüe edilmesi gerektiği yönünde görüşleri aktarması, piyasalarda devalüasyon olacağı yönünde beklentileri ve spekülâtif faaliyetleri artırmıştır. Rus hükümeti piyasalarda istikrarı sağlamak için 17 Ağustos 1998 tarihinde ABD \$'nın 5,27-7,13 Ruble olan değişim bandını, 1998 yılı sonuna kadar geçerli olmak üzere 6,0-9,5 olacağını açıklamış (Yaklaşık % 34 oranında bir devalüasyon yapılmıştır.) ve dış borçların ödenmesi hususunda 90 günlük moratoryum ilan etmiştir. (Akman, 1998, ss.105).

Spekülâtörlerin, Rusya Mali Krizi'nden sonra hangi ülke krize düşecek yönünde tahmin ve arayışlara yönelmesi, küresel ölçekte dolaşan sermayenin büyük bölümünün ülke ülke yer değiştirmesine ve son olarak SÜ'in piyasalara yönelmesine yol açmıştır. Rusya Mali Krizi'ni izleyen aylarda, ihracatlarının büyük kısmı hammadde ve petrol ürünlerinden oluşan Latin Amerika ülkelerinin sıkıntıya girmesi, bu ülkelerin de krize düşecekleri bekleyişleri yol açmıştır. Kasım 1998'de IMF, ABD'nin ısrarıyla mali durumunu düzeltmesi için Brezilya'ya 41,5 milyar \$'lık bir borç paketi açmıştır. Ancak IMF desteği, bu ülkeden sermaye kaçışını önlemede yetersiz kalmış ve Brezilya devalüasyon yapmak zorunda kalmıştır. Ağustos 1998 ile Ağustos 1999 arasında Brezilya para birimi Real, ABD \$'ı karşısında % 43 değer kaybetmiştir. Brezilya'daki gelişmeler, diğer Latin Amerika Ülkelerinin ve GOÜ'in 1998-1999 yılını tedirgin geçirmelerine neden olmuştur. 1999 yılı içerisinde Latin Amerika'ya ilişkin kötümser beklentiler gerçekleşmemişse de bölge ülkeleri krizden olumsuz etkilenmiştir. Petrol

fiyatlarındaki artışlar ve bölge ülkelerinin para birimlerini düzenli olarak ABD \$'ı karşısında değer kaybettirmeleri, bu ülkelerin döviz durumlarını iyileştirici etki yapmıştır (Göktaş, 2000, ss.72-85).

1.5.3.5. Kur Krizlerinden Çıkarılacak Sonuçlar

Ortalama her iki yılda bir kur krizleri yaşanmaktadır. Kur krizlerine yakalanmamak ya da krizlerin maliyetini düşürmek için iki farklı seçenek sunulmaktadır:

Bu seçeneklerden birincisi, bir ülkede çıkan krizin domino etkisiyle tüm ülkeleri ekonomik, sosyal ve siyasal sıkıntılara sokmasına bir tepki olarak kısa vadeli spekülatif sermayenin kısıtlanması veya vergilendirilmesi önerilerini kapsar. GOÜ açısından sermaye hareketlerinin sınırlandırılması, düzenli-yavaş büyüme ya da hızlı-sarsıntılı büyüme stratejilerinin seçimine bağlı olduğu görülmektedir. Vergileme konusunda üç tür yöntem önerilmektedir: Tobin Vergisi, doğrudan yatırımların vergilendirilmesi ve karın aynı oranlarda vergilendirilmesi (Göktaş, 2000, ss.147-154):

James Tobin, 1978 yılında mali piyasalarda yaşanan istikrarsızlıkların çözümüne yönelik döviz piyasalarındaki peşin işlemlerden vergi alınmasını önermiştir. Tobin'in önerisi, spekülasyonu daha maliyetli hale getirerek mali istikrarsızlıkları azaltmaya yöneliktir.

Diğer bir vergileme yöntemi, doğrudan yatırımların vergilendirilmesidir. GOÜ'in, doğrudan yatırımları kendi ülkelerine çekme çabaları, ÇUŞ tarafından bir koz olarak kullanılmaktadır. ÇUŞ'in doğrudan yatırımların vergilendirilmesinin dayanağı, merkezlerinin bulunduğu ülkelerdeki yüksek sosyal normların uygulanmasına yönelik yasal mevzuattan kaçınması ve GOÜ'e yönelerek bu ülkelerin sosyal normlarını aşağıya çekmesidir. Bu vergi, düşük ücretleri, insani olmayan çalışma şartlarını ve çevrenin tahribatını teşvik eden yapısal sorunları gündeme getirmektedir.

Karın vergilendirilmesinde aynı oranların kullanılması yöntemi, karın yeniden ve değişik şekilde hesaplanarak vergilendirileceği ülkelerin tanımlanması suretiyle transfer fiyatı hilesinin giderilmesine yöneliktir. Bu uygulamada, birleştirilmiş dünya

çapında cirolar ve karlar ile belirli bir ülkedeki ciroların esas alındığı bir yöntem kullanılır.

Yukarıdaki uygulamalarda karşılaşılabilecek güçlükler ise, tüm ülkelerin katılımının sağlanmasının çok güçlüğü, vergilemenin uluslararası bir kuruluş tarafından denetlenmesinin zorunluluğu, uluslararası sermayedarların bu uygulamalara göstereceği direnç, GOÜ'nün büyük çoğunluğunun sermaye ithalatçısı olması nedeniyle ekonomilerinin dış tasarruflara bağımlılığı, 1990'lı yıllarda hız kazanmış küreselleşme eğilimlerine ters düşerek ekonomik korumacılığı teşvik etmesi, kontrollerin döviz kurlarını değerli hale getirme riskleri, v.b. Bu seçeneğinin zor ve maliyetli olması nedeniyle yakın gelecekte süreklilik arz edecek şekilde uygulanmasını beklenilmemektedir.

İkinci seçenek ise, spekülörlerin döviz kurlarına yönelik saldırılarını önlemek için, yurtiçi ve yurtdışı dengelerin gözetilerek tutarlı ekonomi politikaları izlemektir. Hükümetlerin devalüasyon yapmayı, iktidarlarının ekonomik başarısızlığı olarak yorumlaması ve devalüasyon beklentileri karşısında sonuna kadar devalüasyon yapmamak için direnmesi, başlangıçta yapılacak küçük devalüasyonlar ile krizinin etkilerinin azaltılması sonucu yerine, büyük oranlı ve daha ağır kriz ortamları oluşturduğu görülmektedir.

1990 sonrası spekülatif saldırıların neden olduğu kur krizlerinden çıkarılacak ders, döviz kurundaki değerlenmenin önlenmemesi durumunda, sabit döviz kuru sistemlerinin ekonomi üzerinde yüksek maliyetlere yol açacağıdır. Yaşanılan kur kriz deneyimleri, merkez bankalarının sabit kuru korumada, spekülatif saldırılara karşısında başarısız olduğunu göstermektedir.

BÖLÜM 2

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİ ÜZERİNE ETKİLERİ

Bu bölümde, Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri tarihsel gelişim süreci içerisinde ekonomik, sosyal ve siyasi gelişmeler çerçevesinde ele alınmış; sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisinde yeri hakkında bilgi verilmiş ve sermaye hareketlerinin ekonomi üzerine etkileri araştırılmıştır. Sermaye hareketlerinin toplam talep artışında ne denli etkili olduğu sorusu, sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkilerinin ekonometrik yöntemlerle araştırılmasında temel alınmış ve bu temel soru doğrultusunda oluşturulan hipotezlerinin sınanmıştır.

2.1. TARİHSEL GELİŞİM SÜRECİ İÇERİSİNDE SERMAYE HAREKETLERİ VE GENEL EĞİLİMLERİ

Türkiye ekonomisinde sermaye hareketlerinin genel eğilimleri, tarihsel gelişim süreci içerisinde 1980 öncesi ve 1980 sonrası başlıkları altında incelenebilir. Bu dönemler, genel olarak ekonomik yapı ve uygulanan iktisat politikaları açısından farklılık gösterir.

1980 öncesinde, ithal ikameci üretim ön plana çıkmıştır. İthal ikameci üretim tercihi, beraberinde dışa kapalı bir ekonomik yapıyı ve korumacı dış ticaret politikasını getirmiştir. 1980 sonrasında ise üretimin yönü, dış dünyaya yönlendirilmiş, dışa açık bir ekonomi ve serbest bir dış ticaret politikasına geçilmiştir. Bu politika değişikliğiyle piyasa ağırlığı yüksek bir ekonominin oluşması yönünde kararlar alınmıştır. Türkiye ekonomisinin yapısı, diğer GOÜ'e benzer şekilde dış gelişmelere daha duyarlı ve uluslararası sermayenin daha yoğun giriş-çıkış yaptığı bir ekonomik yapı yönünde değişmiştir. Bu eğilim, 1990'lı yıllarda daha belirgin hale gelmiştir.

2.1.1. 1980 Öncesi Dönem: Dışa Kapalı Türkiye Ekonomisi

Türkiye Cumhuriyeti'nin ilk yıllarında doğrudan yatırımlar; devletçi sanayileşme döneminde ve II. Dünya Savaşı yıllarında, resmi krediler şeklinde ülkeye sermaye girişi olmuştur. Sermaye hareketleri dünyadaki eğilimlere paralel olarak, 1950'li yıllarda bağışlar ve yardımlar; 1960'lı yıllarda program ve proje kredileri; 1970'li yıllarda ise uluslararası banka kredileri şeklinde olmuştur. 1980 öncesi dönem, 1923-1945 dönemi, 1946-1960 dönemi ve 1961-1979 dönemi alt başlıkları altında incelenebilir.

2.1.1.1. 1923-1945 Dönemi

Osmanlı Devleti'nin son yıllarında yaşanan dış borç sorunları¹³ ve Kurtuluş Savaşı ile başlayan tam bağımsızlık düşüncesi, dış kaynaklara fazla bağımlı olmama çabasına yol açmıştır. Diğer taraftan, ülkenin imarı ve kalkınması için yurtiçi kaynakların yetersizliği ile batılılaşma anlayışı, uluslararası sermayeye karşı açık bir tavrın ortaya çıkmasını engellemiştir. 1930'lı yıllara kadar, göreceli olarak daha serbest bir ekonomi politikaları ve 1929 Dünya Ekonomik Buhranı'nın etkisiyle 1930'lı yıllardan itibaren dışa kapalı devletçi ekonomi politikaları uygulanmıştır.

Uluslararası sermaye, Cumhuriyetin ilk yıllarında doğrudan yatırımlar şeklinde gelmiş ve 1923-30 yılları arasında kurulan 201 Türk anonim şirketinden 66'sında yer almıştır. Uluslararası sermayeli ortaklıkların toplam sermaye (73 Milyon TL) içerisindeki payı, % 43 (31.5 milyon TL) civarında olmuş ve dokuma, gıda, çimento, elektrik-havagazı gibi alt dallarda yoğunlaşmıştır. 1929 Dünya Buhranı, 1929 yılında Osmanlı Devleti'nin dış borç ödemelerinin başlaması ve Lozan Anlaşması ile kısıtlanan dış ticareti düzenleme yetkisinin elde edilmesi, korumacı devletçi sanayileşme dönemini başlatmıştır. İç ve dış koşulların zorlamasıyla devletin sanayileşmede daha fazla rol

¹³ Osmanlı Devleti, 1838 Ticaret Anlaşması ile iç pazarını yabancı tüccarlara açması ve borçlanma ile başlayan ekonomik ilişkiler, Osmanlı Devleti'nin itibarını yitirmesi, ulusal ekonomik haklarından vazgeçilmesi, politik ve askeri baskılara maruz kalınması ile sonuçlanmıştır. Osmanlı Devleti'nin 1912 yılından önceki dış borçlarının % 62,23'ü ve 1912 yılından sonraki dış borçlarının ise % 76,53'ü yeni kurulan Türkiye Cumhuriyeti'nin üzerinde kalmıştır. 25.05.1954 tarihinde, Osmanlı Devleti'nin dış borçları tamamen ödenmiştir (Uras, 1979, ss.91-101).

aldığı bir iktisat politikasına geçilmiş¹⁴, doğrudan yatırımlara karşı kapalı bir tutum izlenmiş¹⁵ ve sanayileşme planlarındaki projelerin finansmanına yönelik dış krediler kullanılmıştır. ABD'den sağlanan 10 milyon \$'lık kredi, TCMB'nın kurulmasında; SSCB'nden sağlanan 10,5 TL'lik (=8,3 milyon \$) kredi, sanayileşme kapsamında dokuma sektöründe ve İngiltere'den sağlanan 16 milyon sterlin de Karabük Demir-Çelik Fabrikası'nın kurulmasında kullanılmıştır (Kepenek ve Yentürk, 1997, ss.32, 59).

Türkiye, II. Dünya Savaşı yıllarında tarafsız kalmış, ama bir yandan da her an savaşa girilecekmiş gibi silahlanarak asker sayısını yükseltmiştir. Sayısı artan ordunun beslenmesi için piyasadan tüketim mallarının çekilmesi; işgücünün ve kaynakların üretimden çekilerek savunmaya aktarılması, ekonomide kaynak dağılımını ve mevcut dengeleri bozmuştur. Savaşan ülkelerin, Türkiye'yi yanlarına çekebilmek ya da tarafsızlığını sağlamak için bir çaba içine girmeleri, çeşitli yollarla dış kaynak girişini artırmıştır. 1939-1940 yıllarında İngiltere'den 17,5 milyon Sterlin ticari, 29,5 milyon Sterlin askeri kredi olmak üzere 47 milyon Sterlin; 1940 yılında Fransa'dan 1,5 Sterlin ticari kredi; 1941 yılında ABD'den 45 milyon \$'lık savaş malzemesi kredisi (Bu kredinin 5 milyon \$'ı kullanılmıştır) ve Almanya'dan 35 milyon \$ kredi sağlanmıştır. Türkiye, dış ticaret fazlaları ve dış kredi kullanımı artışı sayesinde, altın ve döviz rezervlerini artırmıştır. Savaş sonunda, büyük bir rezerv birikimi (1946 yılında Türkiye ekonomisinde, W. Hale'ye göre 262 milyon \$, M.Singer'e göre ise 307 milyon \$ değerinde döviz ve altın rezervi oluşmuştur. Y. Tezel'e göre ise savaş yıllarında rezervler 250 milyon \$ artmıştır.) oluşmuştur (Aktaran: Şahin, 1997, ss 84-85).

2.1.1.2. 1946-1960 Dönemi

İktisat politikaları 1946-1960 döneminde, toplumsal dönüşüm ve savaş yıllarındaki tarafsızlık politikasının terk edilmesinin etkisiyle köklü değişiklikler geçirmiştir. 1946-1960 döneminde, dış borçlanmaya dayalı bir kalkınma anlayışına

¹⁴ Orhan Kurmuş'un ithalatın bileşimi, ithal fiyatları ve tarifelerini dikkate alarak yaptığı hesaplama sonucunda, Lozan Anlaşmasıyla saptanan gümrük tarifesi ulusal ekonomiye % 12,9'luk bir koruma derecesi sağladığını bulmuştur. Bu koruma oranı, devletçilik dönemindeki uygulamalar sonucunda % 45,7'e yükselmiştir (Aktaran: Boratav, 1988, ss.36).

¹⁵ Örneğin Celal Bayar'ın 1933 yılına ait şu sözleri "Bu memleketin çocukları, memlekette sanayi vücuda gelsin diye büyük bir külfete katlanırken bunun nimetini ecebilere kaptıracak değiliz." yabancı sermayeye karşı olumsuz tavrı ortaya koyar (Boratav, 1988, ss.53).

geçilmiştir¹⁶. II. Dünya Savaşı sonrasında yeni bir ekonomik ve siyasi ortam oluşmuştur. Türkiye tercihini Batılı ülkelere daha yakın olmak için kullanmış, II. Dünya Savaşı sonrasında Batı dünyasında kurulan tüm siyasi ve ekonomik kuruluşlara¹⁷ üye olmuştur. II. Dünya Savaşı yıllarında başlayan Türkiye-İngiltere yakınlaşmasının yerini, ABD'nin dünya lideri olması nedeniyle Türkiye-ABD yakınlaşması almış ve ulusal ekonomi politikalarının oluşturulmasında ABD'nin daha etkili hale gelmiştir.

Türkiye Cumhuriyeti tarihinde ilk devalüasyon 7 Eylül 1946 tarihinde yapılmıştır. TL yaklaşık % 54,3 oranında devalüe edilmiştir. Bu devalüasyon, döviz sıkıntısının olmadığı bir dönemde yapılmıştır. Ancak, devalüasyon sonrasında ithalat yükselmeye devam etmiş, ihracatta beklenen artış sağlanamamış ve 1947 yılında dış ticaret açık vermiştir. Hükümet, bu açıkları savaş yıllarında biriktirilen rezervler ve 1948 yılından itibaren Marshall Yardımı çerçevesinde ülkeye giren kaynaklarla karşılamaya çalışmıştır. 1950 yılında iktidara gelen Demokrat Parti hükümeti, ithalatı % 60 oranında serbestleştirmiş ve ithalat kısa süre içerisinde artmıştır. Bu yıllarda tarımda, gerçekleşen iyi hasat sayesinde ihracat artmıştır. Ancak dış ticaret açıkları, 1950 yılından 1956 yılına kadar büyüyerek devam etmiştir. Hükümet, döviz rezervlerinin tükenmesiyle 1953 yılından itibaren ithalatın serbestleştirilmesinden vazgeçmiştir. Dış açıklar, dış krediler ve bağışlarla kapatılmaya çalışılmıştır (Şahin, 1997, ss.105-106).

1950'li yılların ortalarında kredi veren çevreler, devalüasyon yapılması için baskılar yapmıştır. Hükümet, dış kredilerin durdurulmasıyla¹⁸ istikrar programı hazırlamaya mecbur kalmıştır. 4 Ağustos 1958 Kararları istikrar programı ile alınan önlemler: TL'nin devalüasyonu (1\$'ın değeri, 2,8 TL'den 9 TL'ye yükseltilmiştir.), ithalata yeniden serbesti getirilmesi, KİT ürünlerin fiyatlarının yükseltilmesi, sıkı para ve maliye politikalarının uygulanması (Kepenek ve Yentürk, 1997, ss.112).

¹⁶ Bu dönemde ekonominin dış borçlanmaya bağımlılığı aşırı bir şekilde artmıştır. Nitekim, Türkiye 1950'li yıllarda IMF kotasını ilk aşan ve geri ödeme günü geldiğinde uzatma isteyen ilk ülke olmuştur. Türkiye benzer duruma 1979 yılında yine düşmüştür. 1979 yılında yapılan Türkiye'nin dış borç ertelemesi, o güne kadar yapılan en büyük borç ertelemesi olarak tarihe geçmiştir (Şenses, 1998, ss.35).

¹⁷ Türkiye, 1945 yılında Birleşmiş Milletler (UN)'e; 1947 yılında Uluslararası Para Fonu (IMF)'na ve Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD)'na; 1948 yılında Avrupa Ekonomik İşbirliği Teşkilatı (OECD)'na ve 1952 yılında Kuzey Atlantik Paktı (NATO)'na üye olmuştur.

¹⁸ Tablo 2.1'de görüldüğü gibi 1954-1957 döneminde uluslararası mali kuruluşların verdiği kredi miktarlarında büyük düşüş olmuştur.

1946-1960 döneminde, uluslararası sermayeyi yurda çekmeye yönelik çeşitli teşvik edici önlemler alınmıştır. 22.05.1947 tarihinde yayınlanan bir kararname ile Maliye Bakanlığı uluslararası sermayenin dışarıya kısmen ya da tamamen transferi için yetkili kılınmış ve uluslararası sermayenin teşviki için ciddi hazırlıklara başlanmıştır (Alpar, 1992, ss.209).

Cumhuriyet tarihinde doğrudan yatırımlar konusunda yapılan ilk düzenleme, 25.05.1947 tarihli 13 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Karar olmuştur. Bu kararla doğrudan yatırımlar döviz olarak getirilmesi, tarım, sanayi, ulaştırma ve turizm gibi alanlara yatırılması uygun bulunmuştur. Hükümetin uygun bulduğu miktarda doğrudan yatırım faaliyetinde bulunan organizasyonlara karını da yurtdışına çıkarma hakkı verilmiştir. Doğrudan yatırımların teşviki konusunda çıkarılan ilk yasa ise 01.03.1950 tarihli ve 5583 sayılı Hazinece Özel Teşebbüslere Kefalet Edilmesine ve Döviz Taahhüdünde Bulunulmasına Dair Kanun olmuştur. Bu yasayla, ülkeye gelen doğrudan yatırımlara transfer garantisi ve dışarıdan borç almak isteyen işletmelere ise borçlarını dövizle transfer etme imkanı tanınmıştır. 09.08.1951 tarih ve 5821 sayılı Yabancı Sermaye Yatırımlarını Teşvik Kanunu, 5583 sayılı yasanın yerine geçmiş ve günümüzde de yürürlükte olan 6224 sayılı yasanın temelini oluşturmuştur. 19.01.1954 tarih ve 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu, doğrudan yatırımların kar transferleri ile ana sermayenin iadesi konusunda kısıtlamalar kaldırılmış, yerli şirketlere tanınan bütün haklardan uluslararası şirketlerin de yararlanabileceği öngörülmüştür. Doğrudan yatırımlar için yetkili organlardan izin almak şartı konulmuş ve yatırım izni, tamamen hükümetin yetkisine bırakılmıştır. 16.03.1954 tarihinde yasalaşan 6326 sayılı Petrol Kanunu, Türkiye’de faaliyette bulunan uluslararası şirketlerin petrol arama, sondaj, üretim, tasfiye ve dağıtım faaliyetleri düzenlemiştir. Liberal bir niteliği sahip olan tüm bu kanunlar, muhafazakar bir tutumla uygulanmıştır (Karluk, 1997, 524-525).

Uluslararası sermaye ile birlikte yabancı uzman girişleri artmış ve bu uzmanların ekonomi politikaları önerileri olmuştur. Dış kaynak çevrelerinin, bu uzmanların raporları doğrultusunda kredi vermeleri, bu uzmanların görüşlerinin etkili olmasına yol açmıştır. Örneğin, 1954 yılında bir Dünya bankası uzmanının, tavsiyelerinde çok ileri gitmesi üzerine, Dünya Bankası ile hükümetin arası açılmış ve Türkiye, 1966 yılına kadar bu kaynaktan kredi kullanamamıştır (Şahin, 1997, ss.94).

1946-1960 döneminde yurda giren dış kaynakların en büyük bölümü ABD kredileri ve bağışlarından oluşmuştur. Bu dönemde, Marshall planı kapsamında ekonomik yardım ve Truman Doktrini kapsamında da askeri yardım alınmıştır. Uluslararası mali kurumlardan sağlanan krediler ise dalgalı bir trende sahiptir. (Tablo 2.1). Yurtiçinde uygulanan politikaların yarattığı ekonomik belirsizlik ortamı, bürokrasi ve kambiyo kısıtlamaları, özel sermaye girişinin istenilen düzeyin altında gerçekleşmesine neden olmuştur. Bu dönemde sermaye hareketlerinin tamamına yakını program kredileri ve diğer sermaye hareketleri şeklinde gelmiştir (Tablo 2.2).

TABLO 2.1 : 1946-1960 DIŞ SERMAYE KAYNAKLARI¹

Dönemler	ABD Ekonomik Yardımları		Diğer ²	Özel Sermaye Girişi ³
	Borç	Bağış		
1946-1949	79,2	---	5,0	---
1950-1953	51,2	198,7	135,6	7.541
1954-1957	75,6	329,1	17,3	42.736
1958-1960	146,9	296,4	162,5	53.604
TOPLAM	352,9	824,2	320,4	103,881

- Açıklamalar: 1) Uluslararası sermaye miktarları, dönemler için toplam miktarlardır. Bu tablodaki verilere ek olarak, 1954-1963 döneminde 1.533.157 TL (=182.248 \$) tutarında özel sermaye petrol alanına gelmiş ve 1946-1963 döneminde 2.023.800 \$ askeri yardım alınmıştır.
 2) Diğer kredi kuruluşları, Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası'na (IBRD), Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA), Uluslararası Para Fonu (IMF), Avrupa Ödemeler Birliği (EPU), Kalkınma İçin İşbirliği Örgütü (OECD) ve Batı Almanya Devleti.
 3) Özel Sermaye bin TL, diğerleri milyon ABD \$'dır.

Kaynaklar: ABD bağış ve kredileri: Harris, George S. Troubled Alliance, age. s. 182
 Diğer Kuruluşlar: Bulutoğlu, Kenan. 100 Soruda Türkiye'de Yabancı Sermaye, age, ss.118- 119
 Yabancı Sermaye: US AID. Economic and Social Indicators, Turkey, August 1973, Ankara: 1973, s.38.
 Petrol alanındaki yabancı sermaye: US AID, age. s.39

(Aktaran: Kepenek ve Yentürk, 1997, ss.93 ,Tablo V.3'ün düzenlenmesi ile hazırlanmıştır.)

TABLO 2.2 : 1950-1960 DÖNEMİNDE SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYON \$)

YILLAR	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
A. CARİ İŞLEMLER DENGESİ	-50	-94	-198	-164	-177	-177	-75	-64	-64	-145	-139
B. SERMAYE HAREKETLERİ	92	126	156	165	183	166	173	128	136	171	129
1. Dış Borç Anapara Ödemeleri	-15	-18	-22	-20	-73	-106	-89	-83	-69	-60	-65
2. Gıda İthalatı TL.	0	0	0	0	0	0	14	32	42	27	22
3. Özel Yabancı Sermaye	2	7	10	8	8	3	2	17	13	7	24
4. Proje Kredisi	5	1	6	11	14	15	8	5	4	1	2
5. Bedelsiz İthalat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6. Program Kredileri	100	115	77	61	108	127	95	70	97	147	115
7. Diğer Sermaye Hareketleri	0	21	85	105	126	127	143	87	49	49	31

Kaynak: TCMB (Aktaran DPT, sosyal ve ekonomik göstergeler (1950-1998), dış ticaret ve ödemeler dengesi göstergeleri, Tablo 3.10'un düzenlenmesi ile elde edilmiştir. İnternet adresi <ftp://ftp.dpt.gov.tr/pub/ekosos/dtod.zip>)

2.1.1.3. 1961-1979 Dönemi:

Bu dönem, 1950-1960 döneminde uygulanan politikalar sonucunda ekonomide yaşanan istikrarsızlıklara bir tepki olarak 27 Mayıs 1960 yılında yapılan askeri darbeyle başlamıştır. Planlı dönemde ithal ikameci sanayileşme, 1930'lu yıllara göre daha bilinçli bir şekilde uygulanmaya çalışılmıştır. Ekonominin dış kaynaklara olan bağımlılığını azaltmak temel amaçlardan biri olmuştur. Ancak ekonominin dış kaynaklara olan ihtiyacı, daha ileri boyutlara çıkmıştır. 1961 yılında, ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesi için kalkınma planları hazırlamak ve uygulamak için Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) kurulmuştur. 1962 yılında hazırlanan Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (BBYKP), 1963-1967 yıllarını; 1968 yılında hazırlanan İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (İBYKP), 1968-1972 yıllarını ve 1973 yılında hazırlanan Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı (ÜBYKP), 1973-1978 yıllarını kapsamıştır.

1950'li yıllarda dünya ekonomisinde başlayan ekonomik büyüme, 1960 yıllarda refah artışına yol açmış ve yeni tüketim kalıpları oluşmuştur. Bu yeni tüketim kalıplarını ülkemize bir yansıması sonucu, dayanıklı tüketim mallarına olan talep artmıştır. Bu talebi karşılamak ve kıt döviz kaynaklarının bu malların ithalatında kullanılmasını önlemek için, dayanıklı tüketim mallarının ithal ikamesine yönelik sanayileşme biçimi ortaya çıkmıştır. Tüketim malları – dayanıklı tüketim malları – ara malları – yatırım malları şeklinde sıralanan ithal ikameci üretim tarzı 1960'lı ve 1970'li yıllarda Türkiye ekonomisinde başarılı bir şekilde uygulanamamıştır. Diğer taraftan Türkiye ekonomisine giriş yapan uluslararası sermaye, ithal yasaklarını aşip iç piyasadaki aşırı karlardan yararlanmak amacıyla olmuştur.

Türkiye'ye yardım ve borç vermek için OECD bünyesinde, 31 Temmuz 1962 tarihinde Türkiye'ye Yardım Konsorsiyomu kurulmuştur. Bu konsorsiyom aracılığıyla Türkiye'ye, proje, program ve refinansman kredileri sağlanmıştır. Konsorsiyom üyeleri (ABD, B. Almanya, İngiltere, Fransa, Kanada, İtalya, Belçika, Hollanda, Lüksemburg, İsveç, Norveç, Avusturya, İsviçre ve Danimarka), hangi tür kredileri vereceklerini kararlaştırdıktan sonra, kredi türlerine göre Türkiye ile anlaşmalar yapmışlardır (Şenses, 1998, ss.31-32).

Türkiye, 1960'lı yılların sonunda dış ödeme güçlüğüne düşmüş ve kredi veren dış çevrelerde devalüasyon beklentileri oluşmuştur. Hükümet, devalüasyon baskılarına dayanamamış ve Ağustos 1970'de TL'yi % 40 devalüe ederek 1 \$'ın değeri 9 TL'den 15 TL'ye yükseltilmiştir. Bu devalüasyon sonucunda dış açıklar azalmış, yurtdışındaki işçilerimizin gönderdiği dövizlerdeki artışında etkisiyle 1970'li yılların ortasına kadar ekonomi, dış ödemeler açısından rahatlamıştır (Şahin, 1997, ss.150-151).

1961-1974 yılları arasında sermaye girişleri, çoğunlukla resmi kanallardan gerçekleşmiştir. 1961-1970 yılları arasında en büyük hacme sahip sermaye girişi, program kredileri şeklinde olmuştur. Program kredilerinin kullanımı, 1970 yılından itibaren azalmaya başlamıştır. 1968 yılında başlayan İBYKP döneminde, proje kredileri kullanımı yükselmiş ve en yüksek hacimli sermaye girişi bu tür kredilerle gerçekleşmiştir. Özel sermaye ise 1970'li yıllara kadar yok denilebilecek bir düzeyde olmuş, 1970'li yıllardan itibaren artmaya başlamıştır (Tablo 2.3).

TABLO 2.3 : 1961-1974 DÖNEMİNDE SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYON \$)

YILLAR	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967
A. CARİ İŞLEMLER DENGESİ	-170	-242	-300	-109	-78	-164	-115
B. SERMAYE HAREKETLERİ	181	199	251	127	146	150	175
1. Dış Borç Anapara Ödemeleri	-84	-97	-119	-131	-184	-146	-99
2. Gıda İthalatı TL.	65	71	88	31	29	17	0
3. Özel Yabancı Sermaye	34	36	21	25	22	30	17
4. Proje Kredisi	7	26	81	40	57	56	83
5. Bedelsiz İthalat	0	0	5	5	5	11	12
6. Program Kredileri	118	94	115	117	167	162	162
7. Diğer Sermaye Hareketleri	41	69	60	40	50	20	0

YILLAR	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
A. CARİ İŞLEMLER DENGESİ	-224	-220	-171	-109	-8	484	-719
B. SERMAYE HAREKETLERİ	235	257	413	344	160	433	290
1. Dış Borç Anapara Ödemeleri	-72	-108	-158	-91	-235	-72	-126
2. Gıda İthalatı TL.	0	41	83	55	18	0	0
3. Özel Yabancı Sermaye	13	24	58	45	43	79	88
4. Proje Kredisi	127	174	179	219	222	328	237
5. Bedelsiz İthalat	22	20	34	27	39	50	58
6. Program Kredileri	145	106	217	89	73	48	33
7. Diğer Sermaye Hareketleri	0	0	0	0	0	0	0

Kaynak: TCMB (Aktaran: DPT, sosyal ve ekonomik göstergeler (1950-1998), dış ticaret ve ödemeler dengesi göstergeleri, Tablo 3.10'un düzenlenmesi ile elde edilmiştir. İnternet adresi <ftp://ftp.dpt.gov.tr/pub/ekosos/dtod.zip>)

Türkiye'nin ara ve yatırım mallarından oluşan ithalatının maliyeti, SÜ'in petrol fiyatlarındaki olağanüstü artışı, kendi ürünlerine yansıtmasıyla daha maliyetli hale gelmiştir. Kıbrıs Barış Harekatı ise savuma harcamalarını yükseltmiştir. ABD ve Batılı Ülkeler, bu harekate tepki olarak Türkiye'ye ambargo uygulamışlardır. İç ve dış koşullardaki bu ani değişimler, Türkiye ekonomisini ciddi bir bunalıma sürüklemiştir. Ekonomi otoriteleri, bunalımı önlemek için köklü değişiklikler alma yerine, tüm kaynakları kullanarak bunalımı ertelemeye çalışmışlardır.

Bütün dünya petrol tasarrufuna yönelmişken Türkiye'nin petrole sübvansiyon vererek tüketimini artırması, yaşanan ilginç bir gerçektir. 1972-77 arasında Türkiye'de petrol tüketimi 10,8 milyon tondan 17,7 milyon tona ve petrolün enerji tüketimindeki payı ise % 50'ye çıkmıştır (Kazgan, 1995, ss.169-170).

Türkiye'nin, petro-dolarların yeniden dolaşım sürecinde uluslararası mali kurumlardan kredi kullanımı, diğer GOÜ gibi artmıştır. Türkiye, daha çok kısa vadeli borçlanmış; kısa vadeli dış borçların, toplam dış borçlara oranı 1975 yılında % 24,2 iken, 1977 yılında % 57,9'a çıkmıştır. Dış borçların bileşimindeki bu olumsuz gelişme, ekonomi üzerindeki baskıların şiddetlenmesine yol açmıştır (Şahin, 1997, ss.166).

Petrol şokunun ilk etkileri, 1970 devalüasyonu ve yurtdışındaki işçilerimizin gönderdiği gelirleriyle yüksek bir düzeye çıkan döviz rezervleri ile karşılanmıştır. Rezervlerin erimesiyle Avrupa euro-döviz piyasalarından kısa vadeli ve yüksek faizli borçlanma yoluna gidilmiştir. Dövizle çevrilebilir mevduat (DÇM)¹⁹ adı verilen pahalı ve kısa vadeli borçlanma yöntemi kullanılmıştır. Alınan krediler ile kısa vadeli sıkıntılar atlatılmış ama büyük bir borç yükü altına girilmiştir. Borçlarını geri ödeyemeyecek duruma düşen Türkiye, tarihinin en büyük dış borç bunalımına sürüklenmiştir (Seyidoğlu, 1996, ss.639).

¹⁹ DÇM, TL'nin yabancı paralar karşısında değer kaybından ortaya çıkabilecek zararların TCMB tarafından karşılanacağına garanti altında, Türkiye'deki ticari bankalarda açılan hesaplardır. DÇM uygulamasına 09.06.1967 tarihinde başlanmıştır. DÇM, döviz açısından çok zor bir dönemde tek çare haline gelmiş, dış borç yapısını kısaltmış ve borç servisini yükseltmiştir. Bu durum sonraki yıllarda yaşanan döviz sıkıntısının nedenlerinden biri olmuştur. DÇM uygulamasında verilen kur garantisi ise enflasyonist baskıyı artırmış, Merkez Bankası açısından parasal kontrolü güçleştirmiştir (Keyder, 1996, ss.181-183).

1973-1974 Petrol Şokunun ardından, kısa vadeli borçlanmaya dayalı büyüme stratejisi benimsenmiştir. Bu strateji, krize uyum sağlama yerine, krizin etkilerini geciktirmeye yönelik olmuş, ancak 1970'li yılların sonunda derin bir ekonomik ve mali krize düşülmüştür. Dış borç krizi ile birlikte dış finansman kaynaklarının kapanması, kısa vadeli ve yüksek faizli DÇM, banker borçları ve ticari kredilerle finanse edilen ekonomik büyümenin devam edemeyeceği anlaşılmıştır. İthalata büyük ölçüde bağımlı ekonomiye dış kaynak girişinin kesilmesi ve dış borç servisini yerine getirmede tıkanması sonucunda ekonomik kriz tüm yoğunluğuyla yaşanmaya başlanmıştır (Sönmez, 1998, ss.478-479).

1958 yılındaki kriz de olduğu gibi 1978 yılında da biriken kısa vadeli borçların baskısı, dış borç krizinde etkili olmuştur. 1973 yılının sonlarında yaşanan Petrol Şoku ve 1974 Kıbrıs Barış Harekati'nı izleyen ambargo, 1970'li yıllarda ekonomide başlayan olumlu gelişmeleri tersine çevirmiştir. 1973 yılında 484 milyon ABD \$ fazla veren cari işlemler bilançosu, 1974-79 yılları arasında büyük açıklar vermiştir. 1979 yılında yaşanan ekonomik bunalımla uluslararası sermaye Türkiye'yi terk etmeye başlamıştır (Tablo 2.3 ve 2.4).

TABLO 2.4 : 1974-1979 DÖNEMİNDE SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYON \$)

YILLAR	1975	1976	1977	1978	1979
A. CARİ İŞLEMLER DENGESİ	-1648	-2029	-3140	-1265	-1413
B. SERMAYE HAREKETLERİ (REZERV HARİÇ)	327	1132	1645	848	-393
DOĞRUDAN YATIRIMLAR	114	10	27	34	75
PORTFÖY YATIRIMLARI	0	0	0	0	0
UZUN ve ORTA VADELİ SERM. HARE.	173	1049	650	412	532
KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ	40	73	968	402	-1000

Kaynak: TCMB (Aktaran DPT, sosyal ve ekonomik göstergeler (1950-1998), dış ticaret ve ödemeler dengesi göstergeleri, Tablo 3.10'un düzenlenmesi ile elde edilmiştir. İnternet adresi <ftp://ftp.dpt.gov.tr/pub/ekosos/dtod.zip>)

1980 yılına kadar Türkiye'ye giren doğrudan yatırım miktarı, mevzuatta fazla bir engel olmamakla birlikte, bürokratik engeller, yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklar nedeniyle beklenen düzeyde olmamış, 1954-1980 dönemi için, 228 milyon \$ olarak gerçekleşmiş ve tamamı yurtiçi üretim için mal üreten ve uluslararası rekabet gücüne sahip olmayan teşebbüslere yönelmişlerdir (Alpar, 1992, 210).

2.1.2. 1980 Sonrası Dönem: Dışa Açık Türkiye Ekonomisi

Bu dönem, Türkiye ekonomisi tarihinin çok önemli dönem noktalarından biri olan 24 Ocak Kararları'nın alınmasından günümüze kadar geçen süreyi kapsar. Önceki dönemlerde uygulanan ithal ikameci sanayileşme politikaları, 1980 sonrası uygulanan ihracata dayalı sanayileşme politikalar sonucunda tamamen terk edilmiştir.

Ekonominin dış talebe yönlendirilmesi için başlatılan politika değişikliği, aynı zamanda piyasa ağırlığı daha yüksek bir ekonomik yapının ortaya çıkarılmasını da gerektirmiştir. Piyasaya müdahalelerin azaltılması yönünde kararlar alınmış; mal ve hizmetlerin fiyatları, döviz kurlarının fiyatları, mevduat ve kredi faizleri piyasa koşullarıyla belirlenmesi için düzenlemelere gidilmiştir.

Türkiye, 1970'li yılların sonunda girdiği dış borç bunalımından, 1978 ve 1979 istikrar programlarıyla çıkış yolları aramıştır. Bu programların başarısız olması ve 1979-80 yıllarında yaşanan ikinci petrol şoku, Türkiye ekonomisinin birikmiş yapısal sorunlarını çözmek ve dünya ekonomisine uyum sağlamak için, 1980 yılının başlarında "24 Ocak Kararları" olarak adlandırılan bir dizi köklü tedbirler alınmasına yol açmıştır. 24 Ocak Kararları genel olarak, ekonominin dış kaynak ihtiyacının azaltılması ve dış borçların aksatılmadan ödenmesine yönelik olmuştur. Ekonominin dışa açılması ve başta ihracat gelirleri olmak üzere döviz gelirlerinin artırılması, bu amaçların gerçekleştirilmesi için temel strateji olmuştur. IMF 1980 yılının Haziran ayında 3 yıllık bir stand-by anlaşması imzalayarak ve Dünya Bankası da yapısal uyum kredisi sağlayarak bu kararlara destek vermişlerdir.

Bu istikrar programı, kısa vadeli ve uzun vadeli hedeflere yönelik olmuştur. Kısa vadede, ekonomide fiyat istikrarının sağlanması, dış ödeme güçlüklerinin önlenmesi ve ekonomide atıl kapasitelerin kullanılması ile ekonomik büyümeyi hızlandırmak; uzun vadede ise içe dönük ithal ikameci politikadan, dışa dönük ihracata dayalı ekonomi politikalarına geçilmesi amaçlanmıştır. Kısa vadeli ve uzun vadeli amaçlar, temel olarak piyasa mekanizmasına dayalı dışa açık ekonomi yapısının kurulmasına yönelik olmuştur. Bu amaçların gerçekleştirilmesi için 24 Ocak Kararları ve sonraki tarihlerde birçok önlemler alınmıştır. Bu önlemlerin en önemlileri, kısaca şöyledir (Şahin, 1997, ss.173-176):

- **Devletin ekonomideki yerinin daraltılması, ekonomiye müdahalelerin azaltılması ve fiyat oluşumunun piyasaya bırakılması:** Bu yönde alınan kararlar: Sigara tekelinin kaldırılması, madenlerin kamulaştırılması kararının kaldırılması, Kamu İktisadi Kuruluşları (KİT)'nin özelleştirilmesi çalışmalarının başlatılması, KİT'na ürettikleri malların fiyatlarının tespitinde özerklik verilmesi, Fiyat Tespit ve Kontrol Komitesinin kaldırılması, tarımsal destekleme alım kapsamının daraltılması, taban fiyatlarının düşük tutulması olarak sayılabilir.

- **Faiz hadlerinin serbestleştirilmesi ve reel faiz uygulamaları:** Faiz hadlerinin piyasada oluşması için düzenlemeler yapılmıştır. 1980 yılına kadar yatırımları teşvik etmek amaçlı uygulanan negatif reel faiz politikası, yerini pozitif reel faiz politikasına bırakmıştır. 1 Temmuz 1980 tarihinden itibaren bankaların mevduat ve kredi faizlerini belirlemeleri serbest bırakılmıştır. Ancak 1982 yılında meydana gelen banker krizleri nedeniyle bu uygulamaya 1983 yılında son verilmiştir.

- **İthalat ve ihracat rejimindeki değişikliklerle dış ticarete serbestleşmeye geçilmesi:** Resmi döviz kurunun piyasa döviz kuruna yaklaştırılmasıyla, ihracat artışlarının sağlanması, faiz hadlerinin ve döviz kurlarının piyasa tarafından belirlenmesine yönelik önlemler alınması.

- **Uluslararası sermayenin yapacağı doğrudan yatırımlara büyük ölçüde teşvikler getirilmesi:** Serbest Bölgeler Genel Müdürlüğü'nün kurulması, yabancı bankaların Türkiye'de çalışmalarının teşviki ile ilgili yasal düzenlemeler, turizm alanında uluslararası sermaye yatırımlarının teşviki için Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi ve Finansal Kiralama ile ilgili düzenlemelerin yapılması.

- **Ücretler ve sendikal faaliyetlerle ilgili düzenlemeler yapılması:** Toplu Sözleşme Koordinasyon Komitesi kurulmuştur. Bu komitenin görevi, grevleri önlemek ve ücret artışlarını denetim altına almak olmuştur. Sendikal faaliyetler, yasaklanmış ve reel ücretler, düşük tutulmuştur. Bu uygulamalar sonucu, ekonomide kapasite kullanım oranı yükseltilmiş, işgücü maliyetleri düşürülerek ihracat kesiminin rekabet gücü artırılmıştır.

1980 sonrası dönemde uluslararası sermaye mevzuatının güncelleştirilmesi ve uygulanması yönünde getirilen esneklikler, kambiyo rejiminin ve mali piyasaların serbestleştirilmesi, dünya piyasalarıyla bütünleşme çabaları ve özelleştirme programları, aktif bir uluslararası sermaye politikası uygulandığını gösterir. 24 Ocak Kararlarından sonra uluslararası sermaye konusunda yeni bir yasa çıkarılmamakla beraber, 6224 sayılı yasaya 8/168 sayılı kararname ile uygulamaya yönelik bazı yenilikler yapılmıştır. Kurumsal yapıda yapılan değişiklikle uluslararası sermaye ile ilgili çeşitli bakanlıklarda bulunan yetkiler, toplu olarak DPT bünyesinde oluşturulan Yabancı Sermaye Dairesi Başkanlığına bağlanmıştır. 86/10353 sayılı karar ile, Türkiye’de mal ve hizmet üretimine yönelik uluslararası sermaye girişinde tek yetkili merci olarak Yabancı Sermaye Dairesi Başkanlığı belirlenmiştir. Özel doğrudan sermaye ile ilgili işlemlerin Yabancı Sermaye Dairesi Başkanlığında toplanması ve uygulanan iktisat politikaları, uluslararası yatırımcıların başvurularının artmasını ve başvuruların hemen sonuçlandırılmasını sağlamıştır. Bu gelişmelerin sonucunda, Türkiye’ye gelen özel doğrudan sermaye yatırımları artmıştır. Türkiye’nin en büyük 100 firmasının 27’si uluslararası sermayelidir ve tüm uluslararası sermayeli kuruluşların sanayideki ağırlığı yaklaşık % 15 dolayındadır. Türkiye ekonomisinde 1980 sonrası gelişmelere rağmen, yeterli ölçüde uluslararası sermaye gelmemiş ve bunun nedeni olarak, Türkiye’deki siyasi istikrarsızlıktır (Alpar, 1992, ss.210-213).

1980 öncesinde mali piyasaların baskı altında olması, ekonomik büyüme yönünde en önemli engellerden biri olarak görülmüştür. Finansal işlemler üzerinden alınan vergilerin yüksekliği, kredi ve mevduat faiz oranları üzerinde kısıtlayıcı kontrol mekanizmaları, mali piyasaların üretken kesimlere fon aktarım işlevinin etkin bir şekilde yerine getirmesini engellemiştir. Türkiye ekonomisi, 24 Ocak 1980 Kararları ile dışa açık ekonomiye geçiş yönünde bir tercihte bulunmuş ve piyasa ağırlıklı bir ekonomik yapı yönünde değişim içerisine girmiştir. Uygulamaya konulan liberal politikaların mali sistem üzerindeki yansımaları, finansal serbestliğe geçiş sürecinin başlangıcını oluşturmuştur. Bu kapsamda hem mevcut bankacılık sisteminin etkinliğinin artırılması, hem de menkul kıymetler piyasalarını geliştirerek mali sistemdeki eksikliklerin tamamlanmasına çalışılmıştır. Bu amaç doğrultusunda faiz mekanizmasında serbestleşme ve sonrasında finansal sistemde işlem maliyetlerinin düşürülmesine yönelik çalışmalar yapılmıştır (Aksoy, 1998, ss.272).

Serbestleşme hareketleri, piyasaların serbestleştirilmesi, dış ticaretin serbestleştirilmesi ve mali piyasaların serbestleştirilmesi şeklinde sıralanır. Ödemeler dengesinin hesap kalemlerinden, cari işlemler (dış ticaret) dengesi ve sermaye hareketleri hesaplarının serbestleştirilmesinin faydalı olduğu genel olarak kabul edilen bir durum olmakla birlikte, iki hesap kaleminin eşanlı serbestleştirilmesi çoğu zaman uygun değildir. Bu gibi durumlarda, hesap kalemlerinin serbestleştirme sıralama ve önceliğinin hangi kalemden olacağına yönelik ortaya çıkan soruya en uygun cevap, yurtiçi sermaye piyasalarının reforma tabii tutulması, mali açıkların kontrol altına alınması, önce dış ticaretin ve son olarak mali piyasaların ihtiyatlı bir şekilde aşamalı olarak serbestleştirilmesidir. Bu sıralama, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden hemen sonra ortaya çıkabilecek istikrar bozucu sermaye hareketlerinin oluşumunu önlemeye yönelik olarak karşımıza çıkar (Edwards, 1997, ss.63).

1980 sonrası Türkiye ekonomisi, 1980-1988 dönemi, 1989-1993 dönemi ve 1994-1998 dönemi olarak üç alt dönemde incelemek mümkündür. İlk alt dönemin genel eğilimi, ulusal piyasaların ve dış ticaretin serbestleştirilmesi ile finansal serbestliğe geçişin hazırlanması ile ilgilidir. İkinci alt genel eğilimi, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve sermaye hareketleri hacmindeki artışlar. Son alt dönemin genel eğilimi ise 4 Nisan 1994 İstikrar Kararlarını izleyen uygulamalar ve küresel ölçekli finansal krizlerden kaynaklanan dış şokların ulusal ekonomiye yansımaları sonucunda ortaya çıkan ekonomik gelişmelerdir.

2.1.2.1. 1980-1988 Dönemi

1980 sonrası Türkiye ekonomisinde, Edwards'ın önerilerine benzer bir doğrultuda ödemeler dengesinin cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri hesapları serbestleştirilmiştir. 1989 yılına kadar cari işlemler dengesi serbestleştirilmiş; finansal serbestliğe geçiş için hazırlıklara başlanmıştır. 1985 yılından itibaren yurtiçinde yerleşik olan ve olmayan kişilerin ticari bankalarda döviz tevdiat hesabı açma ve döviz tutmaları, serbest bırakılmıştır. Aynı yıl serbest bölgeler kurulmasına dair kanun çıkarılarak, sermaye yatırımları ülkeye çekilmeye çalışılmıştır. 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) faaliyete başlamıştır. 1988 yılında döviz ve efektif piyasalar, 1989 yılında döviz karşılığı altın piyasası kurumsallaşmıştır. Yapılan yasa ve mevzuat değişiklikleri, genel olarak dış ticaretin serbestleştirilmesi ve finansal

serbestleşmeye hazırlık yönünde olmuş; sermaye hareketleri üzerindeki kontroller ise devam etmiştir. 1988 yılı içerisinde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) bünyesinde bankalararası TL ve bankalararası döviz piyasaları kurumsallaştırılmıştır.

24 Ocak Kararlarını izleyen aylarda dış kredilerin sağlanmasında kolaylıkların olması ve 12 Eylül 1980 tarihinde Türk Silahlı Kuvvetlerinin yönetime el koyması, söz konusu kararların uygulanması için daha uygun bir ortam oluşmuştur. Tarım ürünlerinin fiyatları, ücret ve maaş artışları düşük tutulmuş, sıkı maliye ve para politikaları uygulanmıştır. Dış kredilerle ekonominin ithal girdi sağlama sıkıntısı atlatılmış ve kapasite kullanımı yükselmiştir. Kur politikası, vergi iadesi, döviz tahsisi, gümrük muafiyetli ithalat kolaylığı, döviz transferinde öncelik ve ithalat kredileri ile üretim, yurtdışı talebe yönlendirilmiş ve döviz gelirleri artırılmıştır. Finansal alanda mevduat faizlerinin serbest bırakılması ile başlayan rekabet, 1982 yılında banker krizlerine yol açmıştır. Bu alandaki serbestlik, 1983 yılından itibaren kaldırılmıştır. 1983 yılı sonunda yapılan seçimle tekrar demokrasiye geçilmiştir. Seçim sonunda, 24 Ocak Kararları'nı hazırlayan önemli kişilerden biri olan Turgut Özal başbakan, partisi tek başına iktidar olmuştur. IMF'in para arzı üzerindeki denetiminin 1985 yılında sona ermesi, uygulanan daraltıcı politikaların ekonomik büyüme ile istihdam üzerindeki olumsuz etkileri olması ve 1980 yılında ertelenen borçların ödenmeye başlanacak olması, hükümetin politika değişikliğine gitmesine neden olmuştur. Hükümet, ekonomik büyüme ve istihdamın artırılmasına önem vermiştir. İhracat, 1980-1988 döneminde her türlü teşvik yöntemleri ile desteklenmiştir. İhracatın ithalatı karşılama oranı ve ihracatın GSYİH'ya oranı sürekli yükselerek 1988 yılında sırayla % 81 ve %12,8 gibi yüksek oranlara ulaşmıştır. (Tablo 2.5). İhracat artışını sağlayan imalat sanayisinin hemen hemen tümü 1980 öncesi kurulmuştur. İhracat gelirlerinin 1988 yılına kadar artması, yeni kapasiteler yaratmaktan çok 1980 öncesi kurulan kapasitelerin etkin kullanılması ve iç talebin daraltılması yoluyla sağlanmıştır (Kepenek ve Yentürk, 1997, ss.474-475).

1980-1988 döneminde sermaye hareketleri düşük miktarlarda olmuştur. 24 Ocak Kararları ile elde edilen makroekonomik gelişmelerin katkısı ve finansal sistemin oluşumu ile birlikte 1980'li yılların ortalarında itibaren sermaye girişi hızlanmıştır. Sermaye girişlerinin kaynağı, para piyasalarına yönelik kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleridir. Doğrudan yatırımlar, yok denecek kadar azdır. İstanbul Menkul

Kıymetler Borsası (İMKB)'nin kurumsallaşmasıyla 1986 yılından itibaren portföy yatırımları başlamıştır. 1980-1988 döneminde sadece 1988 ekonomik durgunluk yılında dönemde sermaye çıkışı olmuştur. Bu çıkış, kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmıştır (Tablo 2.6).

TABLO 2.5: DIŞ TİCARET GÖSTERGELERİ

YILLAR	X	X / GSYİH	M	X / M
1950	263	7,1	286	0,92
1960	321	3,5	468	0,69
1970	589	4,3	948	0,62
1980	2.910	4,2	7.909	0,37
1983	5.728	9,2	9.235	0,62
1984	7.134	11,7	10.757	0,66
1985	7.958	11,7	11.343	0,70
1986	7.457	9,8	11.105	0,67
1987	10.190	11,6	14.158	0,72
1988	11.662	12,8	14.335	0,81

Açıklamalar: X : İhracat miktarı (milyon \$)

X / GSYİH: İhracatın gayri safi milli hasıla içindeki payı

M : İthalat miktarı (milyon \$) ve X / M : İhracatın ithalatı karşılama oranı.

Kaynak: 1950-1996: DPT, DİE (DPT web sitesinden alınmıştır.)

TABLO 2.6: 1980-1988 DÖNEMİNDE SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYON \$)

YILLAR	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
A. CARİ İŞLEMLER DENGESİ	-3408	-1936	-952	-1923	-1439	-1013	-1465	-806	1596
B. SERMAYE HAREKETLERİ	672	899	280	883	73	1065	2124	1891	-958
DOĞRUDAN YATIRIMLAR	18	95	55	46	113	99	125	106	354
PORTFÖY YATIRIMLARI	0	0	0	0	0	0	146	282	1178
UZUNVADELİ SERM. HARE.	656	683	127	39	612	-513	1041	1453	-209
KISA VADELİ SERM. HARE.	-2	121	98	798	-652	1479	812	50	-2281

Kaynak: TCMB (1975-1995 dönemini aktaran DPT, sosyal ve ekonomik göstergeler (1950-1998), dış ticaret ve ödemeler dengesi göstergeleri, Tablo 2.10'un düzenlenmesi ile elde edilmiştir.

İnternet adresi, <ftp://ftp.dpt.gov.tr/pub/ekosos/dtod.zip>

1987 yılının sonlarında resmi döviz kuru ile serbest döviz kuru arasındaki farkın artması, ekonomik ajanların devalüasyon beklentisi içine girmelerine yol açmıştır. Devalüasyon beklentileri ve ekonomide yükselen enflasyon oranları, tasarruf sahiplerinin dövize yönelmesine neden olmuş; bu koşulların yarattığı durgunluk ortamını aşmak için hükümet, 4 Şubat 1988 istikrar kararlarını almak zorunda kalmıştır. 4 Şubat 1988 istikrar kararlarıyla alınan önlemler, TL cinsinden tutulan tasarrufların çekiciliğini artırmaya, ithalatı frenlemeye, ihracatı tekrar canlandırmaya ve kamu

harcamalarını kısarak ekonomideki aşırı ısınmayı soğutmaya yönelik olmuştur. Ekonomi, bu önlemler sonucunda 1988 yılının ikinci yarısından itibaren durgunluğa ve aynı yılın sonlarında daralmaya girmiştir (TCMB, 1989 Yıllık Bülteni, ss.11).

2.1.2.2. 1989-1993 Dönemi

1988-1989 yıllarında yaşanan ekonomik durgunluk, mali piyasaların ve sermaye hareketlerinin tam olarak serbestleştirilerek yurtdışına kaçan sermayeyi yurda çekmeye yönelik 32 Sayılı Kanun Hükmündeki Kararname'nin çıkarılmasına yol açmıştır. Türkiye, bu kararname ile sermaye hareketleri açısından en serbest ülkelerden birisi olmuştur: Yabancı finans kurumlarının mali piyasalarda, özellikle menkul kıymetler piyasalarında serbestçe faaliyetleri sağlanmış, portföy yatırımları teşvik edilmiş ve yerli kurumların da aynı faaliyetleri yurtdışı mali piyasalarda yapmaları serbest bırakılmıştır. Döviz, TL'nin tam ikamesi haline gelmiş ve döviz kurları, cari işlemler hesabının açıkları ve fazlalıkları yerine, sermaye hareketlerinin belirlediği bir fiyata dönüşmüştür.

Sermaye hareketlerine getirilen serbesti, Hazine'nin Merkez Bankası kaynaklarının kullanımının sınırlandırılması, yüksek yurtiçi faizler ve TL'nin aynı dönemde reel olarak değer kazanması, yurtdışından borçlanmayı daha cazip hale getirmiştir. Kamu kesiminin iç borçlanmaya ağırlık vermesi ve bankaların doğrudan yurtdışından borçlanabilme imkanına kavuşması ise faiz-kur makasının açıldığı 1989 sonrası dönemde kısa vadeli sermaye girişini uyarmıştır (Tablo 2.8, Şekil 2.1).

1988 yılından itibaren döviz kurlarının değişim oranı düşük tutulmuş ve yurtiçi faiz oranları yükseltilmiştir. Ekonominin kaynak ihtiyacını kısa vadeli spekülatif sermaye girişleriyle sağlamaya yönelik bu politika değişikliği²⁰, reel ekonominin baskı

²⁰ İhracatı artırarak döviz kazancının artırılması ve ekonomiye kaynak kazandırılması çabası, 1989 yılından itibaren yerini, kısa vadeli sermaye hareketleriyle ekonominin kaynak ihtiyacı sağlanmaya yönelik uygulamalara bırakmıştır.

1980'lı yılların sonlarında SÜ'de yaşanan durgunluk, sermaye fonlarının GOÜ'deki daha yüksek kazançlara yönelmesine neden olmuştur. Yabancı sermaye girişini artırmak isteyen GOÜ, uluslararası mali kuruluşların da isteğiyle düşük değerli kur politikasını terk ederek yüksek değerli kur politikasına geçmişlerdir. Mali sermaye açısından, sermaye giriş ve çıkışlarında döviz kuru değişimlerinden zarar görülmesi; mal hareketleri açısından ise, rekabetçi devalüasyonların ve kur politikası ile korumacılığın önlenmesine yönelik olan bu anlayış, 1988 yılından düşük değerli kur politikasından yüksek değerli kur politikasına geçilmesiyle ülkemizde de uygulanmıştır.

altına girmesine yol açmıştır. 1989 yılında % 74 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı 1993 yılı sonunda % 52'ye gerilemiş ve 1990-93 döneminde ihracatın GSYİH içindeki payı ise % 10'nun altına düşmüştür (Tablo 2.7).

Kamu kesimi dengelerinin bozulması (artan kamu harcamalarını karşılayamayan kamu gelirleri, 1992 yılından itibaren önceki yıllarda yapılan iç borçlanmaların ödenmeye başlaması, vb.), Orta Doğu'ya yönelik ihracat olanaklarının (İran-İrak Savaşı'nın bitmesi ve Körfez Savaşı sonrasında Irak'a ambargo uygulanması) azalması, bastırılan reel ücretlerin yükselişe geçmesiyle ihracat kesiminin rekabet gücünü kaybetmesi gibi gelişmeler, ekonominin reel dengelerini bozmuştur. 1989-1994 arasında yapılan iki genel seçim dolayısıyla uygulanan seçim ekonomisi, ekonomik istikrarın sağlanmasında olumsuz katkıları olmuştur. Hükümetler, siyasi istikrarsızlık ortamında kısa vadeli politikalara yönelmiştir.

Tablo 2.7'de, reel ücret, reel kur endeksi ve kamu ekonomisine ait dengeleri verilmiştir. 1988 yılına kadar bastırılan reel ücretler artışa geçmiştir. Kamu sektöründeki reel ücret endeksi 1988=100, 1993 yılında 302,4 ve özel sektörde 196,2 olmuştur. Yine benzer şekilde 1982=100 reel kur endeksi, 1988 yılında 77,3 iken 1990 yılında 100,2'ye çıkmış ve 1994 yılına kadar 90'nın üzerinde kalmıştır.

TABLO 2.7: SEÇİLMİŞ EKONOMİK GÖSTERGELER

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Reel Ücret (Kamu)	100,0	142,0	191,8	255,3	302,4	312,6	262,4	226,0
Reel Ücret (Özel)	100,0	117,5	134,6	190,2	185,0	196,2	149,4	143,4
Reel Kur Endeksi (1982=100)	77,3	84,3	100,2	98,4	94,6	93,6	75,9	87,2
KKBG / GSMH	-4,8	-5,3	-7,4	-10,2	-10,6	-12,0	-7,9	-5,4
Faiz Dışı Açık / GSMH	0,6	0,2	0,5	-1,5	-0,6	-0,9	3,8	3,3
Nakit Açığı / GSMH	-3,2	-3,6	-3,1	-5,3	-5,4	-6,3	-3,9	-3,7
Net Dış Borç / GSMH	0,2	-0,1	0,0	0,3	0,4	1,1	-1,7	-1,0
Net İç Borç / GSMH	2,2	3,0	2,5	2,4	3,6	2,6	4,5	3,6
Kısa Vadeli Avans / GSMH	0,5	0,2	0,1	1,7	1,6	2,7	1,3	1,2
X / GSMH	12,8	10,7	8,5	8,9	9,2	8,4	13,8	12,6
X / M	0,81	0,74	0,58	0,65	0,64	0,52	0,78	0,61

Kaynak: DPT, DİE, HM ve TCMB'dan derlenmiştir. (Aktaran: Ekinci, 1998, ss.22),
DPT, DİE (DPT web sitesinden alınmıştır.)

Bu bozulmaya paralel olarak dış ticaret açığı 1991 yılında 7,3 milyar \$'dan, 1993 yılında 14,2 milyar \$'a; dış borçlar, 1991 yılında 50,4 milyar \$'dan, 1993 yılında 63,7 milyar \$'a; iç borçlar ise, 1991 yılında 93,6 trilyon TL'nden, 1993 yılında 377

trilyon TL'na çıkmıştır. 1993 yılında ekonominin % 8,4 büyümesi, krizin gerçekleşmesini ileriye atmıştır. İşletmeler, 1994 krizine büyük miktarda döviz borcuna sahipken yakalanmışlardır. (Gülbaş, 1994, ss.10-11).

Diğer taraftan Kuzey Irak'ta meydana gelen otorite boşluğu, önceki yıllarda başlayan PKK örgütünün güçlenmesine, dolayısıyla Türkiye'nin savunma harcamalarının artmasına neden olmuştur²¹.

Bankacılık kesimi, yurtdışından yabancı paralar cinsinden borçlanıp, yurtiçinde TL cinsinden yüksek faizli Hazine Bonosu ve IMKB'nda hisse senedi alımına yönelmişlerdir. Döviz ve hisse senedi fiyatların yükselişe geçmesi, diğer tasarruf sahibi bireylerin de kısa sürede para kazanmaya çalışmasına yol açmıştır. Bu mekanizma ile Türkiye ekonomisinde, 1990, 1992, 1993 yıllarında yoğun sermaye girişi gerçekleşmiştir. 1990 yılındaki yoğun sermaye girişinin kaynağı kısa vadeli sermaye olmuştur. 1992-93 yıllarındaki yoğun sermaye girişinin kaynağı, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri olmuştur. Sermaye hareketleri, ardışık yıllarda farklı eğilimler göstermiştir. Yoğun sermaye çıkışları, dış şoklardan ve yapısal bozulmalardan kaynaklanmıştır. 1991 Körfez Savaşı ve 1994 mali krizi dönemlerinde özellikle diğer kısa vadeli sermaye kalemine yansıyan yoğun sermaye çıkışı, net sermaye çıkışı yol açmıştır (Tablo 2.8).

TABLO 2.8: 1989-1993 DÖNEMİNDE SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYON S)

YILLAR	1989	1990	1991	1992	1993
A. CARİ İŞLEMLER DENGESİ	961	-2625	250	-974	-6433
B. SERMAYE HAREKETLERİ	780	4037	-2397	3648	8963
DOGRUDAN YATIRIMLAR	663	700	783	779	622
PORTFÖY YATIRIMLARI	1386	547	623	2411	3917
UZUN VADELİ SERM. HAREKETLERİ	-685	-210	-783	-938	1370
KISA VADELİ SERM. HAREKETLERİ	-584	3000	-3020	1396	3054

Kaynak: TCMB (1975-1995 dönemini aktaran DPT, sosyal ve ekonomik göstergeler (1950-1998), dış ticaret ve ödemeler dengesi göstergeleri, Tablo 2.10'un düzenlenmesi ile elde edilmiştir. İnternet adresi, <ftp://ftp.dpt.gov.tr/pub/ekosos/dtod.zip>)

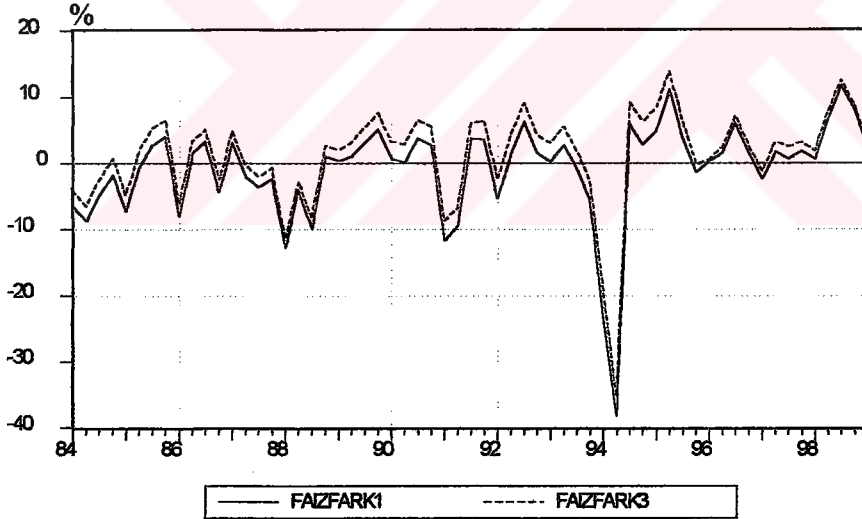
²¹ 1992 ve 1993 yıllarında Türkiye'nin dünya silah ithalatında payı artmıştır. 1993 yılı için, toplam dünya silah ithalatının % 4,4'lik payı Türkiye'ye aittir. Türkiye bu payla dünya sıralamasında 5. olmuştur (Ekinci, 1998, ss.25).

Türkiye ekonomisine gelen kısa vadeli sermaye hareketlerindeki artışın bir nedeni olarak faiz arbitrajıdır. Faiz-kur makası, dünya faizlerindeki düşüşlerden, özellikle kamu dengelerinin bozulmasından kaynaklanan borçlanma gereğinin artışı ve uygulana kur politikası nedeniyle açılmıştır. Faiz-kur makasındaki açılmadan kaynaklanan getiri farklılığı, şekil 2.1'dedir.

Getiri farklılıkları, faiz farklarının yanında kur değişimini de kapsayan korunmasız faiz paritesi teoremine (uncovered interest parity) göre hazırlanmıştır. Bu teoreme göre yatırımcı, tahmini bir devalüasyon oranında hareket etmektedir ve devalüasyon oranında yanılması halinde riske karşı korunmasızdır.

Faiz farklılıklarından kaynaklanan pozitif getiri, 1990'lı yıllarda 1991 yılındaki Körfez Savaşı dönemi ve 1994 mali kriz dönemi hariç, 1989-1998 yılları arasında spekülasyon amaçlı fonları (sıcak parayı) uyarıcı bir etken olmuştur.

ŞEKİL 2. 1: 1 AYLIK VE 3 AYLIK FAİZ ORANLARINDA KORUNMASIZ FAİZ PARİTESİ TEOREMİNE GÖRE 3 AYLIK GETİRİ FARKLILIKLARI



Açıklama: Korunmasız Faiz Farklılığı = yurtiçi mevduat faizi - (Londra Eurodolar mevduat faizi + ABD \$ getiri oranı).

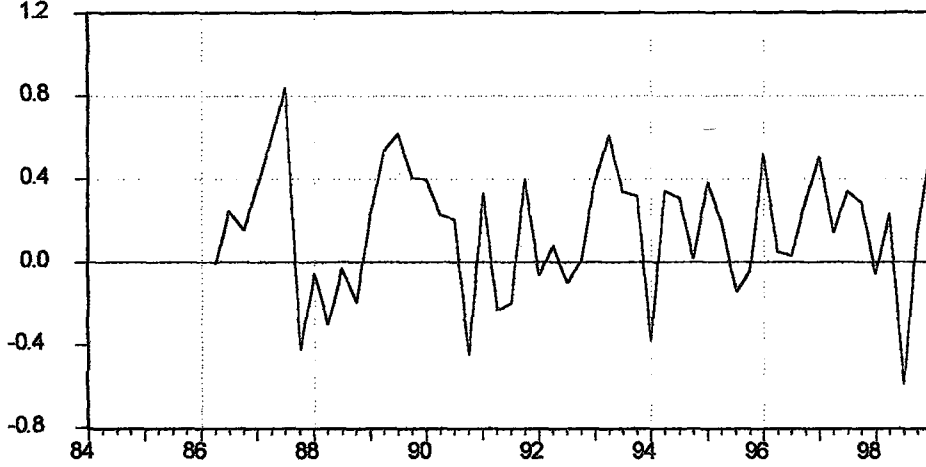
Kaynak: Yurtiçi mevduat faizi ve ABD \$ alış fiyatları: TCMB

Londra Eurodolar Mevduat Faizi: Economic Time Series Page, internet adresi: <http://www.econmagic.com/>

1990'lı yıllarda IMKB getiri oranları, sermaye girişleri ile artarak, sermaye girişini portföy yatırımları artışıyla hızlandırıcı bir etki yapmıştır. IMKB, faiz farklılıklarında olduğu gibi 1988 durgunluk, 1991 Körfez Savaşı, 1994 Mali Krizi ve

1998 ikinci Körfez Krizi dönemleri hariç, 1986-1998 yılları arasında oldukça yüksek getiriler sunmuştur (Şekil 2.2).

ŞEKİL 2.2: IMKB 100 ENDEKSİNİN 3 AYLIK GETİRİ ORANI



Kaynak: TCMB Veri Dağıtım Sistemi

Türkiye ekonomisinde borç senetlerinin büyük bir bölümü kamuya aittir. Faiz oranlarındaki artış, bu senetlerin fiyatları düşürerek sermaye girişini uyarmıştır. Yabancı sermaye, ucuzlayan borç senetlerin alımına yönelerek kur artışının düşük olmasından ve yüksek faizlerden dolayı ikili bir kar elde etmiştir. Aynı şekilde, IMKB'nin küçük bir piyasa olması, büyük fonlara sahip yerli ve yabancı yatırımcılara büyük kar olanakları sağlamıştır. Sermaye piyasasına büyük miktarda sermaye girişi olması, hisse senedi fiyatlarını yükselterek rezerv artışlarına ve TL'nin değerlenmesine yol açmıştır. Hisse senetlerinin ve TL'nin aynı anda değerlenmesi, yatırımcıya iki kaynaktan kar elde etmiştir. IMKB'nda hisse senetlerinin fiyatlarının artacağı beklentisi ile portföy yatırımı için sermaye girişi artmıştır. Çoğu zaman IMKB kapitalizasyonunda yabancı yatırımcıların payı yarıyı geçmiştir. Yerli sermaye sahipleri de bu mekanizmadan yararlanmışlardır:

Yurt dışından getirilen fonlar TL'ye çevrilip kamu borç senetlerine ve hisse senetlerine yatırılmış; döviz kuru artışının düşük olması ve TL cinsinden yüksek getiriler elde edilmiştir. Yerli ve yabancı yatırımcıların yurt dışından ulusal ekonomiye spekülatif amaçlı sermaye girişi sağlaması, kısa vadeli dış borçların birikmesine ve ulusal ekonomilerin küçük şoklara bile duyarlı hale gelmesine neden olmuştur (Kazgan, 1999, ss. 95-196).

2.1.2.3. 1994-1998 Dönemi

Hükümetin, spekülative sermaye girişini yavaşlatmak ve fonları İMKB'ye yönlendirmek için faiz hadlerini 1993 yılı ortalarında aşağı çekmeyi denemiştir. Ekonomideki likidite artışı, spekülative faaliyetleri hızlandırmış, faizlerin yükseltmiş ve dövize kaçıışı hızlanmıştır. Moody's ve Standard and Poor's adlı kredi derecelendirme kurumları 1994 yılı Ocak ayında, Türkiye'yi yatırım yapılabilir ülke derecesinden spekülative ülke derecesine düşürmüştür. Finans piyasalarında büyük bir kargaşa başlamış, TCMB'nin döviz piyasasına yaptığı müdahaleler yetersiz kalmıştır. Döviz kurları olağanüstü yükselmiş, İMKB çökmüş ve faizler yükselmiştir. Üç banka ve on bir aracı kurum batarak finansal sistemi terk etmiştir. Hükümet mali krize, Mart 1994 yerel seçimlerinden dolayı gecikmeli olarak müdahale etmiştir. 14 yıl sonra IMF ile yeni bir anlaşma imzalanmış ve 5 Nisan İstikrar programını uygulamaya konulmuştur.

2.1.2.3.1. 5 Nisan 1994 Kararları

5 Nisan Kararları, iki ana bölümden oluşur (Karluk, 1997, ss.397-401): Birinci bölüm, devresel niteliktedir. Bu bölümde döviz kuru, ücret, fiyat politikaları, merkez bankası ve bankacılık sektörüne, sermaye piyasası ile kamu sektörüne yönelik önlemler, tarımsal destekleme politikaları, toplumsal mali dayanışma ve yeni vergilere ilişkin önlemler alınmıştır. İkinci bölüm yapısal düzenlemeler niteliğindedir. Özelleştirme, KIT'in iyileştirilmesi, kamu sektöründe daha akılcı istihdam, yerel yönetimlere ilişkin idari ve mali düzenlemeler ile sosyal güvenlik kuruluşları reformu düzenlenmiştir. Genel olarak kararlar, kısa vadeli politika önlemlerinden yapısal reformlara kadar birçok kapsamlı alanda düzenleme getirmiştir. Kararlar, iç ve dış baskılar sonucu, kısa sürede ve yapılabirlik çalışması olmadan alınmış olması, 5 Nisan Kararlarının tam olarak başarıya ulaşamamasında etkili olmuştur. Hükümet, bankalardan mevduat kaçışını ve banka iflaslarını önlemek için banka mevduatlarına sınırsız garanti getirmiş, döviz fiyatlarının daha fazla yükselmesini önlemek ve piyasadan para çekmek amacıyla 3 ay için net % 50 faizli hazine bonolarını piyasaya çıkarmak zorunda kalmıştır 5 Nisan Kararları mali piyasalar ve kamu ekonomisi açısından daha başarılı olmuştur. Ancak ekonomide yapılmak istenen yapısal düzenlemelerde başarı sağlanamamıştır. Özelleştirme ve KIT'nin yapısal düzenlenmeleri hedeflerine ulaşamamıştır. Dünya Bankası, Türkiye'yi özelleştirmede başarısız ülke ilan etmiştir.

5 Nisan 1994 tarihinde alınan önlemler ve IMF ile yapılan anlaşma, 1994 mali krizin etkilerinin kısa sürede atlatılmasını sağlamış, ekonomi kısa bir daralma dönemi geçirdikten sonra tekrar büyümeye devam etmiştir. Ekonomi, iç talepteki canlılığın etkisiyle yüksek ve istikrarlı bir büyüme trendine girmiştir. Bu süreç, 1998 yılına kadar sürmüştür. 1995-1997 döneminde ortalama GSMH büyüme hızı, % 7,8 oranında gerçekleşmiştir (TCMB, 1999 Yıllık Bülten, ss. 26).

1995 yılında erken seçim kararı alınması, istikrar programı uygulamalarına son verilmesi ve seçim ekonomisi uygulamasına yol açmıştır. Kamu açıklarındaki artışlar ve sıcak para girişleri, genişleyici politikalarını desteklemiştir. Bu yıllarda, TL yine değer kazanmaya başlamış ve ihracatın ithalatı karşılama oranı düşmüştür (Tablo 2.7). 1995 yılının sonunda yapılan erken seçim, ekonomik faaliyetlerin bir kısmının 1996 yılına aktarılmasına ve ek bütçe yapılmasına yol açmıştır. Yılın ilk aylarında baş gösteren finansman darboğazı, faiz oranlarını yükseltmiştir. 1996 yılında meydana gelen ilginç bir gelişme, bir yıl içerisinde üç hükümetin kurulması olmuştur.

Türkiye ekonomisinde, 1995, 1996 ve 1997 yıllarında yoğun sermaye girişi gerçekleşmiştir. 1995-97 yılları arasındaki yoğun sermaye girişi, uzun ve kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmıştır. En yüksek hacimli sermaye girişi 1993, 1996 ve 1997 yıllarında olmuş; net sermaye girişi, 9 milyar \$'a yaklaşmıştır. 1998 yılının ilk yarısındaki yoğun sermaye girişi olmuş ancak, Rusya Mali krizin etkisiyle aynı yılın ikinci yarısında özellikle portföy yatırımlarında yoğun sermaye çıkışı olmasıyla 1998 yılında net sermaye girişi 1 milyar \$'ın altına inmiştir (Tablo 2.9).

TABLO 2.9: 1994-1998 DÖNEMİNDE SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYON \$)

YILLAR	1994	1995	1996	1997	1998
A. CARİ İŞLEMLER DENGESİ	2631	-2339	-2437	-2679	2173
B. SERMAYE HAREKETLERİ	-4194	4643	8763	8616	789
DOGRUDAN YATIRIMLAR	559	772	612	554	573
PORTFÖY YATIRIMLARI	1158	237	570	1634	-6556
UZUN VADELİ SERM. HAREKETLERİ	-784	-79	1636	4667	4080
KISA VADELİ SERM. HAREKETLERİ	-5127	3713	5945	1761	2692

Kaynak: TCMB (1975-1995 dönemini aktaran DPT, sosyal ve ekonomik göstergeler (1950-1998), dış ticaret ve ödemeler dengesi göstergeleri, Tablo 2.10'un düzenlenmesi ile elde edilmiştir. 1995-1998 dönemi, TCMB üç aylık bültenlerden derlenmiştir. İnternet adresi, <ftp://ftp.dpt.gov.tr/pub/ekosos/dtod.zip>)

2.1.2.3.2. 1997 Doğu Asya Kur Krizinin ve 1998 Rusya Mali Krizin Etkileri

1997 Doğu Asya Krizi, finansal sektörü 1997 yılının sonlarında ve reel sektörü ise 1998 yılının başlarında etkilemeye başlamıştır. Doğu Asya Krizinin Türkiye'ye olası etkilerinin önlenmesi için özel olarak çalışma ve tedbirler alınması düşünülmemiştir.

1998 yılından itibaren enflasyonu aşamalı olarak düşürmeye yönelik politikalara ağırlık verilmesi, 1998 yılının ilk yarısında 1997 Doğu Asya Krizi'nin gecikmeli etkilerinin ortaya çıkışı ertelemiştir. 1998 yılının ortalarında, IMF ile Yakın İzleme Anlaşması yapılmış ve enflasyon ile mücadele kararlılığı devam etmiştir.

Enflasyon ile mücadele, genel olarak toplam talebin kısılması esasına dayanmıştır. Üretim yavaşlaması, ithalatın ve ithal mallarının fiyatlarının (özellikle petrol fiyatları) düşüşe geçmesi, kamu ürünlerinin fiyat artışının sınırlandırılması ve sıkı para politikası, enflasyonun düşüş eğilimine girmesini sağlamıştır. Enflasyon ile mücadele, iç talepte bir daralmaya yol açmış; diğer taraftan 1997 Doğu Asya Krizi'nin dünya ekonomisi üzerinde durgunluk yaratıcı etkide bulunmasıyla dış talepte de bir daralma olmuştur. İç ve dış talepte eşanlı meydana gelen bu gelişmeler, ekonomide büyüme hızının düşmesine yol açmıştır. Tablo 2.10'daki GSMH büyüme oranları, ekonomik durgunluğu yansıtmaktadır.

TABLO 2.10: GSMH BÜYÜME ORANLARI (1997-1998)

	1997Q1	1997Q2	1997Q3	1998Q1	1998Q2	1998Q3
GSMH Büyüme Oranı	6,5	9,1	8,5	9,0	4,0	1,9

Kaynak: TCMB 98 III, üç aylık bülten, ss.4.

Türkiye'nin OECD ülkelerine yaptığı ihracatın % 50,2'sini oluşturan ürünler, dokuma hammaddeleri, tekstil, hazır giyim ve aksesuarlarıdır. Türkiye'nin bu pazardaki payı ise % 6,7'dir. Doğu Asya ülkelerinin OECD ülkeleri pazarındaki payı ise % 17,5'dir. Devalüasyonlar sonucu uluslararası ticarete rekabet gücü artan Doğu Asya ülkeleri, Türkiye'nin OECD pazarına ihracatını zor duruma düşürmüştür. Diğer taraftan krizinin OECD ülkelerinde büyümeyi yavaşlatıcı etkisi de ihracatımızı olumsuz etkilemiştir (Akman, 1998, ss.52-57).

1998 Rusya Mali Krizi, Türkiye'yi birçok kanaldan etkilemiştir. Mali krizle birlikte yapılan fiili devalüasyonlar, bu ülkeye yönelik resmi ihracat ile bavlul ticaretini, son yıllarda Rusya'dan ülkemize gelen turist sayısının azalması nedeniyle turizm gelirleri ve OECD pazarlarında ise benzer malların ihracatında rekabet gücümüzü düşürmüştür. Ancak en büyük etki, finansal kanaldan olmuştur. Rusya'da ortaya çıkan mali kriz sonrasında SÜ'deki yatırımcılar, portföylerinde GOÜ piyasası varlıklarına daha az yer vermeye başlaması, sermaye hareketlerinin Türkiye gibi GOÜ'den çıkış yaparak SÜ'e yönelmesine yol açmıştır. 1998 yılının üçüncü çeyrek döneminde, 10,5 milyar \$ sermaye çıkışı olmuştur (TCMB, 1998.IV Üç Aylık Bülten).

4369 Sayılı Kanunla getirilen yeni vergi düzenlemelerinin piyasalarda yarattığı tedirginlik, 1998 Ağustos ayından itibaren reel faizlerin daha da yükselmesine neden olmuş ve ekonomik büyüme olumsuz etkilenmiştir. Yeni vergi yasası ile mali sektördeki düzenlemelerin yatırımcılar üzerinde tedirginlik yaratarak, borçlanma maliyetlerini artırmıştır. Hükümetin 18 Nisan 1999 tarihinde genel ve yerel seçimleri bir arada yapma kararı, kısa dönemli belirsizlikleri artırmıştır.

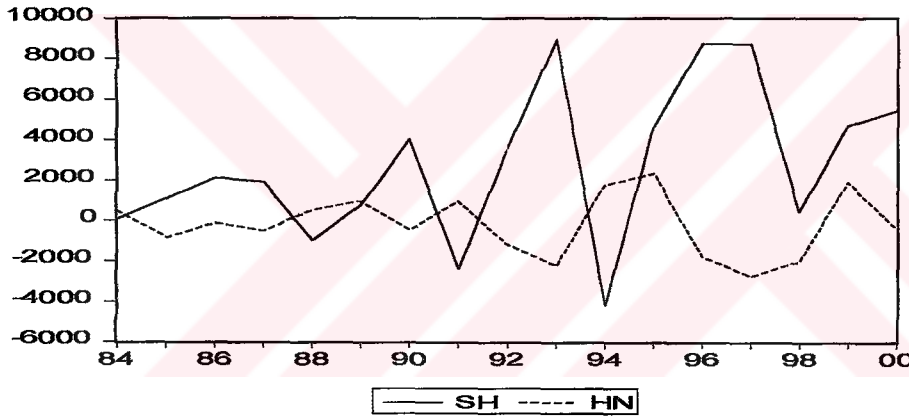
İç ve dış koşulların oluşturulduğu bu ortamda yurtdışından kredi bulma olanakları azalmış ve yurtiçinde borçlanma faizleri yükselmiştir. Sermaye çıkışı, faizlerin yükselmesine ve borç stoğunda kısa vadeli borçların artmasına neden olmuştur. Temmuz 1998'de reel faizler, yaklaşık % 3 iken, Aralık 1998'de % 56 gibi olağanüstü bir orana sıçramıştır (Göktaş, 2000, ss.209-210). 1998 yılının ikinci üç aylık döneminde ekonomide başlayan daralma süreci, dünyada yaşanan ekonomik durgunlukla çakışarak 1999 yılında derinleşmiştir. Azalan fonların büyük bölümünün kamu tarafından kullanılması, yatırımlar üzerinde dışlama etkisi yaratmıştır. Yurtiçi ve yurtdışı talep gerilemesi, ulusal sanayi üretimini düşürmüştür. 1999 yılının Ağustos ve Kasım aylarında meydana gelen depremler, daralma sürecinin uzamasına neden olmuştur (TCMB, 1999 Yıllık Bülten, ss.23).

1950-1990 arası dönemde Türkiye, her on yıllık dönemin sonlarında krize girmiş ve tekrar büyüme sürecine girmiştir. 1990'lı yıllarda finansal krizler, ortalama her üç yılda bir (1991,1994,1997-1998) yaşanmış ve 1-2 yıl sürmüştür. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, finansal krizlere yakalanma sayısı artırmış ancak krizleri atlama süresini kısaltmıştır.

2.1.2.4. Net Hata ve Noksan: Kaynağı Belirsiz Sermaye Hareketleri

Net hata ve noksan, kaynağı saptanamayan ve ödemeler dengesinin net sermaye hareketleri dışında kalan sermaye akımlarının kaydedildiği kalemdir. 1990'lı yıllarda bu kalem altında kaydedilen sermaye akımlarının hacmi, artmaya başlamış ve yıllara göre farklı eğilimler göstermiştir. Bu durum, kaynağı belli net sermaye hareketleri ile benzerlik taşımaktadır. Net hata ve noksan ile net sermaye hareketleri arasındaki ilişki görsel olarak incelendiğinde, söz konusu iki serinin birbirine zıt yönde hareket ettiği görülebilir. Net sermaye hareketlerinin yoğun giriş yaptığı 1990, 1993 ve 1996-1997 yıllarında net hata ve noksan kalemlerinden çıkış; net sermaye hareketlerinin yoğun çıkış yaptığı 1991 ve 1994 yıllarında net hata ve noksan kalemlerinden giriş olmuştur (Şekil 2.4).

ŞEKİL 2.3: NET SERMAYE HAREKETLERİ – NET HATA VE NOKSAN



Kaynak: TCMB, Veri Dağıtım Sistemi. İnternet Adresi: <http://www.tcmb.gov.tr>

Net hata ve noksan, kriz yıllarındaki kayıtlı sermaye kaçışının yarattığı ekonomik daralmayı hafifletici, yani döviz-faiz ve fiyat artışlarının ve kredi-döviz rezervi daralmalarının reel ekonomi üzerine baskılarını hafifletici işlevleri yerine getirmiştir. Benzer şekilde, yoğun net sermaye girişinin olduğu yıllarda ise net hata ve noksan, rezerv birikiminin TL üzerinde yarattığı aşırı değerlenme ve ulusal ekonominin makro dengelerini bozucu etkilerini yumuşatıcı bir rol oynamıştır. Net hata ve noksan kaleminin bu işlevi, istikrarlaştırıcı spekülasyon olarak adlandırılır. Aslında kaynağı belirsiz fonlar, büyük bir olasılıkla kara para aklama sürecini de içerir ve kara paranın boyutlarının sadece bir miktarını yansıtır (Kazgan, 1999, ss.202-203).

2.2. SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİDEKİ YERİ

1980'lı yıllar boyunca Türkiye ekonomisinde dış ticaret ve 1980'lı yılların sonlarında finansal piyasalar serbestleştirilmiştir. Sermaye girişleri, serbestleşme eğilimlerine paralel olarak 1980'lı yılların ortalarından itibaren hızlanmıştır. 1990'lı yıllarda Türkiye ekonomisindeki sermaye hareketleri, yıllar itibariyle farklılıklar göstermiş ve sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların sıklığı artmıştır. Türkiye ekonomisi, diğer GOÜ'de olduğu gibi 1990'lı yıllarda yoğun sermaye girişleri ve çıkışları yaşamıştır. Sermaye hareketleri, 1980'lı yılların ilk yarısında 1 milyar \$'ın altında, ikinci yarısında ise 1-2 milyar \$ civarında olmuştur (Tablo 2.6). 1989 yılında sermaye hareketlerine getirilen serbesti sonrasında sermaye hareketleri olağanüstü artmaya ve dalgalanmaya başlamıştır. 1994 ve 1995 yıllarında sermaye hareketleri 5 milyar \$'a, 1996 ve 1997 yıllarında 9 milyar \$'a yaklaşmıştır (Tablo 2.9).

Türkiye, oldukça liberal yabancı sermaye mevzuatı, yüksek reel faiz ve yüksek hisse senedi getirilerine rağmen, uluslararası sermaye hareketlerinden yeterince yararlanamamıştır. Türkiye, en yüksek hacimli sermaye girişlerinin gerçekleştiği 1993, 1996 ve 1997 yıllarında GSMH'nin % 4'ün üzerinde uluslararası sermaye ithal edebilmiştir. Yoğun sermaye girişleri, 1993 yılında portföy yatırımlarından, 1996 yılında kısa vadeli sermaye hareketlerinden ve 1997 yılında uzun vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmıştır. (Tablo 2.11).

Türkiye ekonomisine giriş yapan özel doğrudan yatırımlarının GSMH'ya en yüksek oranı, % 0,5 olarak 1990-92 ile 1995 yıllarında gerçekleşmiştir. Pozitif dışsallıklarıyla ülke ekonomisine en fazla olumlu katkısı bulunan doğrudan yatırımların payı, diğer sermaye türlerinin paylarına göre çok düşük düzeyde kalmıştır. 1988, 1992-93 yıllarında portföy yatırımlarının GSMH'ya oranı, % 1'in üzerinde olmuştur. 1998 yılında Rusya Mali Krizinin yarattığı GOÜ'e güvensizlik eğilimi, GSMH'nin % 3,2'si kadar portföy yatırımları çıkışına neden olmuştur. Diğer uzun vadeli yatırımların GSMH'ya oranı, 1984, 1986-87 yıllarında % 1'in üzerinde ve 1997-98 yıllarında ise % 2'nin üzerinde gerçekleşmiştir. Diğer kısa vadeli yatırımların GSMH'ya oranları oldukça istikrarsızdır. 1985 yılında % 2,2 giriş ve 1988 yılında % 2,1 çıkış, 1990 yılında % 2,0 giriş ve 1991 yılında % 2,0 çıkış, 1994 yılında % 3,9 çıkış ve 1996 yılında % 3,2 giriş yapmıştır (Tablo 2.11).

TABLO 2.11: SERMAYE HAREKETLERİ VE ALT TÜRLERİNİN GSMH'YA ORANLAR CİNSİNDEN PAYLARI¹

YILLAR	Sermaye Hareketleri / GSMH	Doğrudan Yatırımlar / GSMH	Portföy Yatırımlar / GSMH	Diğer Uzun Vadeli S.H. / GSMH	Diğer Kısa Vadeli S.H. / GSMH
1984	0,1	0,2	0,0	1,0	-1,1
1985	1,6	0,1	0,0	-0,7	2,2
1986	2,8	0,2	0,2	1,3	1,1
1987	2,2	0,1	0,3	1,7	0,1
1988	-0,9	0,3	1,1	-0,2	-2,1
1989	0,5	0,4	0,9	-0,5	-0,3
1990	2,7	0,5	0,4	-0,2	2,0
1991	-1,6	0,5	0,4	-0,5	-2,0
1992	2,3	0,5	1,5	-0,6	0,9
1993	4,9	0,3	2,2	0,7	1,7
1994	-3,2	0,4	0,9	-0,6	-3,9
1995	2,7	0,5	0,1	0,8	1,3
1996	4,7	0,3	0,3	0,9	3,2
1997	4,4	0,3	0,8	2,4	0,9
1998	0,4	0,3	-3,2	2,0	1,3

Kaynak: TCMB Üç aylık Bültenlerden derlenerek hesaplanmıştır
1) Oranlar, % değerleri ifade etmektedir.

Birikimli olarak net sermaye hareketleri içerisindeki en yüksek pay, kısa vadeli sermaye hareketlerine ve en düşük pay ise doğrudan yatırımlarına ait olmuştur. 1984.1-1999.1 döneminde birikimli olarak doğrudan yatırımlarının ve portföy yatırımlarının payı, sırayla % 16 ve % 19; diğer kısa ve uzun vadeli yatırımların toplam payı ise % 65 civarında olmuştur (Tablo 2.12). Türkiye ekonomisinde sermaye hareketlerinin büyük bir bölümü kısa vadeli spekülasyon amaçlı fonlardan (KVSH ve PY) oluşmuştur. Yüksek reel faizler, siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklar, doğrudan yatırımları dışlamıştır.

Portföy yatırımları, mevduat, borçlar ve ticari kredilerden oluşan diğer kısa ve uzun vadeli yatırımlardan daha düşüktür. Yani hisse senetlerine yapılan yatırımlar, borç senetlerine yapılan yatırımlardan daha az önemli olmuştur.

TABLO 2.12 : 1984-1999.1.ÇEYREK DÖNEMLERİ ARASINDA TÜRKİYE EKONOMİSİNDE NET SERMAYE HAREKETLERİ (MİLYAR ABD \$, BİRİKİMLİ)

	Sermaye Hareketleri	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Diğer Uzun Vadeli Yatırımlar	Diğer Kısa Vadeli Yatırımlar
Kümülatif	46.943	7.519	9.091	9.977	20.356
Payı	1,00000	0,16017	0,19366	0,21253	0,43363

Kaynak: TCMB, Üç Aylık Bültenler.

TABLO 2.13: BAZI GOÜ EKONOMİLERİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN YERİ¹

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Meksika	3,3	8,2	7,6	8,6	3,9	-4,4	1,3	—
Brezilya	-1,3	-1,3	1,6	1,8	1,5	4,3	—	—
Tayland	10,8	12,2	8,7	8,6	8,7	13,3	10,8	-10,0
Endonezya	4,1	4,6	4,6	3,7	2,3	5,3	5,0	0,7
Türkiye	2,7	-1,6	2,3	4,9	-3,2	2,7	4,7	4,4

Kaynak: International Financial Statistics. (Aktaran: Celasun ve diğerleri, 1998, ss.4); Türkiye için veriler, TCMB Üç aylık Bültenlerden derlenerek hesaplanmıştır.

1) Oranlar, sermaye hareketleri / GSMH dir.

Türkiye ekonomisi, sermaye hareketlerinin GSMH'ya oranı cinsinden 1990'lı yılların ilk yarısında Brezilya ekonomisine göre daha yüksek, Endonezya, Meksika ve Tayland'dan ise daha düşük oranlarda uluslararası sermayeyi kendisine çekmiştir (Tablo 2.13).

2.2.1. Reel Sektör

Yabancı sermaye, Türkiye ekonomisinin reel sektöründen ziyade finansal sektörünü tercih etmiştir. Doğrudan yatırımlar düşük miktarlarda kalmıştır. Ekonominin içinde olduğu istikrarsızlık, uzun vadeli doğrudan yatırımlar için ciddi bir belirsizlik, riziko artışı ve verim azalışına yol açarak dışlamıştır. 1990'lı yılların sonunda yabancı sermaye çevreleri, Türkiye ekonomisine doğrudan yatırımlar yerine ihracat yapmayı tercih etmiştir. 1997 yılı itibariyle en büyük ilk 100 firmada yabancı sermayeli firma sayısı, 41 ve en büyük ikinci 100 firmada yabancı sermayeli firma sayısı, 23'tür. Sıralama en büyük firmadan küçüklere gidildikçe azalmaktadır (Kazgan, 1999, ss. 206-208).

Tablo 2.14'de, 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'ndan yararlanan firmaların 31 Ekim 1980 tarihi itibariyle sektörel dağılımı verilmiştir. Bu yıllarda özel doğrudan yatırımlar, sektörler itibariyle imalat sanayini tercih etmiştir. 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'ndan yararlanan firma sayısı, 95 ve bu firmaların en fazla yöneldiği sektör imalat sektörü olmuştur. Gıda, içki ve tütün, kimya, madeni eşya, ve elektrikli makineler üretim dallarına 1970'li yıllardan itibaren yığılmaların oluşu, bu üretim dallarının oldukça karlı olduğunu gösterir. Tablonun dördüncü sütununda, yabancı sermayenin oransal olarak en çok faaliyette bulunduğu alt sektörler yer alır. Bu ölçüte göre, elektrikli makine üretimi, taşıt araçları ve gıda-içki-tütün ilk sıralarda yer

almıştır. Tablonun son sütununda ise yabancı sermayenin payı verilmiştir. Bu payın en yüksek olduğu alt sektör, % 100 sermaye payı ve tek bir firma ile madencilik sektörüdür. Bu alt sektörü, kimya, lastik, gıda ve kağıt alt sektörleri izlemiştir. Yabancı sermaye, tarım ve madencilik sektörü ile ilgilenmemiştir; hizmetler sektöründe ise turizm alt sektörünü tercih etmiştir.

TABLO 2.14: 6224 SAYILI YABANCI SERMAYEYİ TEŞVİK KANUNU'NDAN YARARLANAN FİRMALARIN 31 EKİM 1980 TARİHİ İTİBARIYLA SEKTÖREL DAĞILIMI (MİLYON TL)

SEKTÖRLER	Firma Adedi	Mevcut Yabancı Sermaye	Topl. Yab. Serm. İ. Payı (%) ⁽¹⁾	Şirketlerin Toplam Sermayesi	Topl. Serm. İ. Yab. Serm. Payı (%) ⁽²⁾
İMALAT SANAYİİ	80	6.192,24	91,11	18.960,39	32,66
Gıda, İçki, Tütün	7	1.115,98	16,42	1.915,35	58,27
Dokuma, Giyim	1	374,40	5,51	499,15	75,00
Kağıt	1	48,70	0,72	86,90	56,04
Lastik	3	222,50	3,27	378,00	58,86
Plastik	1	3,80	0,06	9,90	38,38
Kimya	21	554,41	8,16	880,65	62,95
Cam	2	225,50	3,32	2.150,00	10,49
Taşıt Araçları	7	1.379,30	20,29	4.397,00	31,37
Madeni Eşya	12	374,46	5,51	3.090,40	12,12
Makine İmalat	5	136,80	2,01	263,80	51,86
Tarım Al. Ve Mak.	1	17,50	0,26	70,00	25,00
Elektrikli Makine, Elektronik	16	1.650,66	24,29	3.886,64	42,47
Çimento	1	84,00	1,24	280,00	30,00
Yapı Malzemeleri	2	4,23	0,06	52,00	8,13
TARIM	1	1,00	0,01	2,00	50,00
MADENCİLİK	1	20,00	0,29	20,00	100,00
HİZMETLER	13	604,20	8,89	3.835,50	15,75
Turizm	7	384,70	5,66	679,20	56,64
Bankacılık	4	184,90	2,72	3.100,30	5,96
Araş. Müh. Müş. Hiz.	2	13,60	0,20	34,00	40,00
TOPLAM	95	6.796,44	100,00	21.795,29	31,18

- Açıklamalar : 1) Toplam yabancı sermaye içindeki payı (%)
2) Toplam sermaye içerisindeki yabancı sermaye payı (%)

Kaynak: Şatıroğlu, 1984, ss.229

Tablo 2.15 ise Türkiye'de faaliyette bulunan yabancı sermayeli kuruluşların 1999 yılı itibariyle sektörel dağılımını gösterir. Bu tabloyu, Tablo 2.14 ile karşılaştırdığımızda, aradan geçen 18 yıl sonra firma sayılarında olağanüstü artışlar olduğu görülür. 1980 yılında 95 firma faaliyette iken, bu sayı 1999 yılında 5.000'e yaklaşmıştır. 1980 yılında yabancı sermayenin sektörlere yönelim payları, % 91,11 imalat; % 8,89 hizmetler; % 0,29 madencilik ve % 0,01 tarım iken bu oranlar 1999 yılında sırasıyla % 46,11; % 52,54; %1,01 ve % 0,34 olarak değişmiştir. Bu değişimde

göze çarpan, hizmetler sektörüne yönelen yabancı sermayede büyük artışlar olmasındır. Yabancı sermaye miktarı ile ilgili bilgilerin TL cinsinden verilmesi, bu konuda karşılaştırma yapmayı zorlaştırmıştır. Tablonun ikinci sütununda firma sayıları verilmiştir. 1999 yılı itibariyle izin verilen firma sayısı 4.950 ve sektörlere göre firma sayısı dağılımı: Hizmetler 3.540, imalat 1.231, tarım 114 ve madencilik 65'dir. Firmaların en çok tercih ettiği alt sektörler: Ticaret, diğer faaliyetler hizmeti; otel, pansiyon ve kamping; restoran, kafe, yeme-içme olmuştur. Üçüncü sütunda, mevcut yabancı sermayeler verilmiştir. Mevcut sermaye toplam 823.184.035 milyon TL olup, sektörlere göre dağılımı: Hizmetler 432.479.056 milyon TL, imalat 379.590.347 milyon TL, madencilik 8.302.880 milyon TL ve tarım 2.811.752 milyon TL'dir. Yabancı sermayenin en çok yoğunlaştığı alt sektörler ise bankacılık ve diğer finansal hizmetler, diğer toplumsal hizmetler, ticaret ve taşıt araçları imalat sanayisidir. Yabancı sermayenin oransal olarak en çok faaliyette bulunduğu sektörler ve oranlar, hizmetler % 52,54; imalat % 46,11; madencilik % 1,01 ve tarım % 0,34 şeklindedir. Bu ölçüte göre, bankacılık ve diğer finansal, diğer toplumsal hizmetler ve ticaret alt sektörleri ilk sıralarda yer almıştır. Beşinci sütunda, yabancı sermayeli ortaklıkların toplam sermayesi yer alır. Sektörel olarak en yüksek sermaye, imalat sektöründedir. İmalat sektörünü, hizmetler, madencilik ve tarım sektörleri izlemiştir. Yabancı sermayeli ortaklıkların yoğunlaştığı alt sektörler ise bankacılık ve diğer finansal, taşıt araçları imalat, diğer toplumsal hizmetler ve ticarettir. Yabancı sermayenin toplam sermaye içerisindeki payı, altıncı sütundadır. Bu payın en yüksek olduğu alt sektörler, kağıt ve basım-yayın, metal dışı madeni ürünler, metal madenciliği, kiralama ve kömür madenciliğidir. Bu sektörlerde toplam sermaye içindeki yabancı sermaye oranı, % 100 ile % 99 arasında değişmektedir.

Yabancı sermayenin, Türkiye'de büyük ölçekli üretim amaçlı yatırım yapma isteği olmamıştır. Yabancı sermaye, 1980 öncesinde imalat sanayisine ve 1980 sonrasında ise hizmetler sektörünü ile imalat sanayisine yönelmiştir. Yabancı sermayenin 1980 öncesindeki ilgisizliğinin kaynağı olarak, bürokratik engeller ve siyasi istikrarsızlıklar gösterilirken, 1980 sonrasında bürokratik engeller azaltılmış ancak siyasi istikrarsızlıklar bitmemiştir. Tablo 2.14 ve Tablo 2.15 arasındaki ortak nokta ise yabancı sermayenin 1980'li yıllarda olduğu gibi 2000'li yılların öncesinde yine, tarım ve madencilik sektörü ile ilgilenmemiş olmasıdır.

TABLO 2.15: TÜRKİYE'DE FAALİYETTE BULUNAN YABANCI SERMAYELİ KURULUŞLARIN 1999 YILI İTİBARIYLA SEKTÖREL DAĞILIMI (MİLYON TL)

SEKTÖRLER	Firma Adedi	Mevcut Yabancı Sermaye	Topl. Yab. Serm. İ. Payı (%) ⁽¹⁾	Şirketlerin Toplam Sermayesi	Topl. Serm. İ. Yab. Serm. Payı (%) ⁽²⁾
İMALAT SANAYİİ	1.231	379.590.347	46,11	784.370.655	48,39
Gıda	133	47.516.128	5,77	80.845.739	58,77
İçki	11	446.853	0,05	1.017.093	43,93
Tütün	10	27.878.612	3,39	30.750.787	90,66
Dokuma, Giyim ve Deri	3	5.484	0,00	5.790	94,72
İplik, Dokuma, Örne ve Apre	56	4.558.772	0,55	17.363.274	26,26
Hazır-Giyim	158	11.280.765	1,37	26.213.258	43,03
Deri ve Deri Mamülleri	20	196.900	0,02	362.885	54,26
Ayakkabı	9	58.852	0,01	370.332	15,89
Orman	12	354.359	0,04	852.607	41,56
Mobilya	9	20.600	0,00	27.331	75,37
Kağıt ve Basım-Yayın	1	35.000	0,00	35.000	100,00
Kağıt	13	3.444.686	0,42	7.611.700	45,26
Basım-Yayın	12	265.078	0,03	462.924	57,26
Kimya	33	4.189.650	0,51	6.011.030	69,70
Endüstriyel Kimyasal Ürünler	52	19.069.375	2,32	35.612.373	53,55
Diğer Kimyasal Ürünler	80	23.481.239	2,85	31.863.184	73,69
Diğer Petrol ve Kömür Ürünleri	6	1.782.161	0,22	3.349.974	53,20
Kauçuk	1	20.128	0,00	20.750	97,00
Plastik	51	16.183.780	1,97	18.859.478	85,81
Lastik	7	5.574.728	0,68	10.122.757	55,07
Gübre	2	34.609	0,00	69.115	50,07
Metal Dışı Madeni Ürünler	2	166.549	0,02	166.600	99,97
Seramik, Pişmiş Kil ve Çim. Gereçler	21	2.187.525	0,34	12.240.894	23,02
Cam	13	4.293.753	0,52	29.646.374	14,48
Çimento	9	26.182.607	3,18	58.762.461	44,56
Diğer Metal Dışı Madenler	2	15.700	0,00	30.500	51,48
Temel Metal	7	1.092.231	0,13	3.310.616	32,99
Demir Çelik	15	13.601.183	1,65	81.750.029	16,64
Demir Dışı Metal	16	2.759.833	0,34	5.234.902	52,72
Makine İmalat	15	451.394	0,05	662.534	68,13
Madeni Eşya	40	1.867.710	0,23	10.391.806	17,97
Elektriksiz Makine İmalat	27	627.947	0,08	982.445	63,92
Elektrikli Makine Teçhizat	70	17.562.650	2,13	27.736.678	63,32
Elektronik	69	12.801.842	1,56	20.128.787	63,60
Taşıt Araçları İmalat	28	79.326.642	9,64	174.758.585	45,39
Taşıt Araçları Yan	98	26.743.097	3,25	50.866.638	52,57
Ölçü-Kontrol ve Optik Donanım	14	6.071.472	0,74	6.449.942	94,13
Uçak	2	4.420.448	0,54	9.041.930	48,89
Diğer İmalat	104	12.390.005	1,51	20.381.553	60,79
TARIM	114	2.811.752	0,34	6.615.735	42,50
Bitkisel Üretim	26	570.483	0,07	774.779	73,63
Hayvancılık	20	554.354	0,07	2.594.097	21,37
Su ürünleri	14	153.832	0,02	1.116.967	13,77
Ormancılık	2	1.448	0,00	6.160	23,51
Tarım Hizmetleri	52	1.531.635	0,09	2.123.732	72,12
MADENCİLİK	65	8.302.880	1,01	16.865.320	49,23
Kömür Madenciliği	1	14.850	0,00	15.000	99,00
Ham Petrol Ve Doğal Gaz	1	1.750.000	0,21	7.000.000	25,00
Metal Madenciliği	3	494.830	0,06	498.809	99,20
Diğer Madenciliği	60	6.043.200	0,73	9.351.511	64,62

Tablo 2.15'in devamı

HİZMETLER	3.540	432.479.056	52,54	638.651.084	67,72
Ticaret	1.935	82.536.810	10,03	110.041.404	75,01
Restorant, Kafe, Yeme-İçme	233	7.183.810	0,87	8.946.156	80,30
Otel, Pansiyon ve Kamping	279	24.516.113	2,98	40.570.135	60,43
İnşaat Taahhüt	143	7.185.230	0,87	7.993.250	89,89
Kara Taşımacılığı	22	284.211	0,03	828.483	34,30
Deniz Taşımacılığı	44	1.217.299	0,15	1.360.785	89,46
Hava Taşımacılığı	50	403.999	0,05	722.588	55,91
Taşımacılıkla İlgili Diğer Hizmetler	108	3.108.963	0,38	4.304.583	72,22
Haberleşme	13	9.784.228	1,19	24.412.319	40,08
Bankacılık Ve Diğer Finansal	38	123.473.028	15,00	180.173.613	68,53
Yatırım Finansmanı	45	36.847.017	4,48	65.407.875	56,33
Sigortacılık	28	9.201.753	1,12	25.974.664	35,43
Kiralama	5	1.845.110	0,22	1.861.500	99,12
Özel Eğitim	11	54.056	0,01	70.250	76,95
Araştırma Ve Geliştirme Faaliyetleri	11	1.142.369	0,14	1.161.160	98,38
Sağlık	34	2.353.770	0,29	4.834.805	48,68
Diğer Toplumsal Hizmetler	207	85.289.525	10,36	118.426.641	72,02
Sinema Ve Diğer Eğlence Yerleri	4	369.790	0,04	491.571	75,23
Çamaşırhane Ve Kuru Temizleme	2	5.000	0,00	20.000	25,00
Diğer Çeşitli Şahsi	8	714.084	0,09	728.470	98,03
Diğer Faaliyetler	320	34.962.759	4,25	40.320.832	86,71
GENEL TOPLAM	4.950	823.184.035	100,00	1.446.502.794	56,91

- Açıklamalar : 1) Toplam yabancı sermaye içindeki payı (%)
2) Toplam sermaye içerisindeki yabancı sermaye payı (%)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Yabancı sermaye Genel Müdürlüğü.
İnternet Adresi: <http://www.treasury.gov.tr/stat/yabser/ybsyeniturk.htm>

Türkiye'nin diğer GOÜ gibi doğrudan yatırımları yeterince çekememesinin bir başka nedeni, büyük tesislerin henüz yabancılara satış yoluyla sermayeyi çekmiş olmamasıdır. Oysa Latin Amerika ülkeleri bunu başta gerçekleştirmiştir. 1989 yılı sonrasında doğrudan yatırımların 1 milyar \$'a çıkmasında çimento fabrikalarının ve Teletaş'ın satışının rolü olmuştur. Bu satışlar sonrasında Fransız sermayesi doğrudan yatırımcıların kaynağı olarak birinci sıraya yerleşmiştir. Ancak, 1990'lı yıllarda gelen doğrudan yatırımlar, teknoloji transferi, istihdam sağlayacakları imalat sanayisi yerine, kar marjı yüksek toptan-perakende ticaret, bankacılık gibi hizmetlere yönelmiştir. Yeni ürünler, teknolojiler gelmemiştir (Kazgan, 1999, ss.271-272, 365-367).

Türkiye ekonomisine 1980 sonrasında yıllar itibariyle doğrudan yatırımlar yoluyla gelen uluslararası sermayenin sektörel dağılımı, miktar olarak tablo 2.16'da ve oransal olarak Şekil 2.4'te verilmiştir. Doğrudan yatırımlar, sektörel olarak imalat sanayisini ve hizmetler sektöründeki karlara yönelmişlerdir. Yabancı yatırımlar, tarım

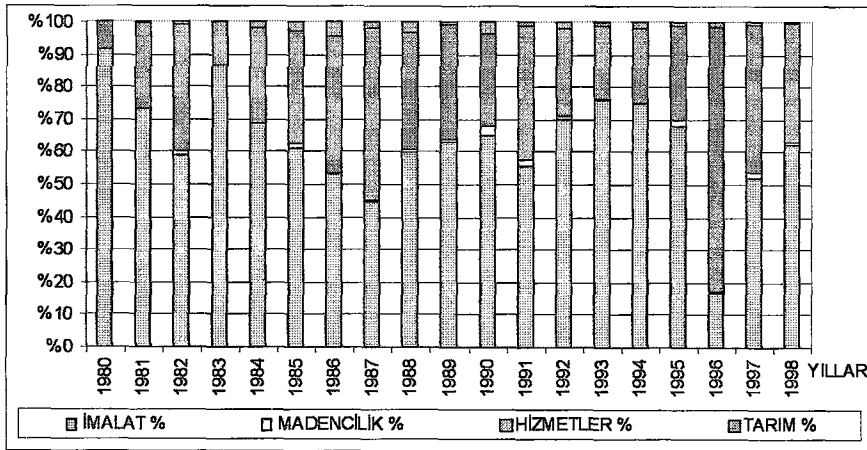
ve madencilik sektörü ile ilgilenmemiştir. İzin verilen doğrudan yatırımların yaklaşık yarısı, fiili giriş yapmıştır. Doğrudan yatırımlar, 1980'li yılların ortalarından itibaren hız kazanmıştır. Bu eğilim imalat ve hizmetler sektöründe daha belirgindir. Bu yıllarda hizmetler sektörüne yönelik izin verilen yatırımların hacmi, imalat sektörünü aşmıştır. Yabancı sermayenin 1980'li yıllardan itibaren hizmetler sektörüne yönelmiştir.

TABLO 2.16: YILLAR İTİBARIYLA İZİN VERİLEN ÖZEL DOĞRUDAN YATIRIMLARIN SEKTÖRLERE GÖRE DAĞILIMI (MİLYON \$)

YILLAR	İMALAT	TARIM	MADENCİLİK	HİZMETLER	TOPLAM	FİİLİ GİRİŞ
1980	88,76	0	0	8,24	97,00	35
1981	246,54	0,86	0,98	89,13	337,51	141
1982	98,54	1,06	1,97	65,43	167,00	103
1983	88,93	0,03	0,02	13,76	102,74	87
1984	185,92	5,93	0,25	79,26	271,36	162
1985	142,89	6,37	4,26	80,97	234,49	158
1986	193,47	16,86	0,86	152,81	364,00	170
1987	293,91	13,00	1,25	347,08	655,24	239
1988	490,68	27,35	5,62	296,87	820,52	488
1989	950,13	9,36	11,86	540,59	1511,94	855
1990	1214,06	65,56	47,09	534,45	1861,16	1005
1991	1095,48	22,41	39,82	809,55	1967,26	1041
1992	1274,28	33,59	18,96	493,13	1819,96	1242
1993	1568,59	21,05	11,37	462,38	2063,39	1016
1994	1107,29	28,27	6,20	335,85	1477,61	830
1995	1996,48	31,74	60,62	849,48	2938,32	1127
1996	640,59	64,10	8,54	3123,74	3836,97	964
1997	871,81	12,22	26,70	767,48	1678,21	1032
1998	1021,00	5,75	13,73	605,29	1645,77	976
TOPLAM	13569,35	365,51	260,10	9655,49	23850,45	11671

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Yabancı sermaye Genel Müdürlüğü.
İnternet Adresi: <http://www.treasury.gov.tr/stat/yabser/ti16.htm>

ŞEKİL 2.4: YILLAR İTİBARIYLA İZİN VERİLEN ÖZEL DOĞRUDAN YATIRIMLARIN SEKTÖRLERE GÖRE PAYLARI



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Yabancı sermaye Genel Müdürlüğü .
İnternet Adresi: <http://www.treasury.gov.tr/stat/yabser/ti16.htm>

Tablo 2.17, izin verilen özel doğrudan yatırımların en yüksek yatırım izni alan ülkelerden en düşük yatırım izni alan ülkelere göre sıralanmasını içerir. 1980-98, döneminde en fazla yatırım izni alan ülkeler, Fransa, ABD, Hollanda, Almanya, İsviçre, İngiltere, İtalya ve Japonya'dır. Yatırım izinleri, dönemler arası karşılaştırıldığında dikkat çeken bir nokta, 1990'lı yıllarda yukarıdaki ülkelerin Türkiye ekonomisinde yatırım yapma isteklerinde artış olduğudur. Bu eğilim, 1995-98 döneminde daha belirgin hale gelmiştir.

Genel olarak Türkiye'deki özel doğrudan yatırım isteklerinin büyük bir kısmı, Avrupa Ülkeleri firmalarından gelmiştir. Bu bakımdan, Türkiye'nin Avrupa ÇUŞ'nin faaliyet alanına girdiği söylenebilir. Bu durum, Avrupa ülkeleri ile geleneksel olarak yoğun dış ticarete bulunmamızın ve AT'ye tam üye olabilme çabalarımızın bir sonucu olarak Avrupa Ülkeleri firmalarına daha çok izin verilmesi şeklinde yorumlamak mümkündür.

TABLO 2.17: İZİN VERİLEN ÖZEL DOĞRUDAN YATIRIMLARIN ÜLKELERE GÖRE DÖNEMLER İTİBARIYLA DAĞILIMI (MİLYON \$)

ÜLKELER	1980-84	1985-89	1990-94	1995-98	TOPLAM
FRANSA	43,08	333,47	1.750,43	3.085,84	5.212,82
A.B.D.	268,20	374,55	1.192,92	882,49	2.718,16
HOLLANDA	39,28	249,01	960,75	1.456,09	2.705,13
ALMANYA	144,66	405,89	913,58	1.230,08	2.694,21
İSVİÇRE	233,34	438,53	630,73	636,45	1.939,05
İNGİLTERE	28,73	562,30	644,48	492,85	1.728,36
İTALYA	22,40	125,80	949,47	395,00	1.492,67
JAPONYA	0,05	260,57	556,88	449,20	1.266,70
BELÇİKA	13,99	55,48	80,87	131,81	282,15
S.ARABİSTAN	4,95	115,77	106,17	48,04	274,93
KANADA	7,52	22,09	171,81	55,99	257,41
G.KORE	0	3,34	122,31	67,32	192,97
BAHREYN	3,33	8,64	98,84	54,50	165,31
İSVEÇ	0,66	24,74	58,95	60,87	145,22
SİNGAPUR	0	29,78	65,92	32,65	128,35
DANİMARKA	21,36	45,84	37,93	21,90	127,03
AVUSTURYA	2,82	15,12	32,86	58,64	109,44
İRAN	12,59	41,14	27,42	25,56	106,71
I.F.C.	4,46	8,69	47,81	24,04	85,00
PANAMA	0,89	42,92	13,00	18,33	75,14
SURİYE	4,42	15,80	20,06	17,26	57,54
B.A.E.	16,06	12,49	18,10	1,72	48,37
DİĞER ÜLK.	102,82	394,23	688,09	852,66	2037,80
TOPLAM	975,61	3.586,19	9.189,38	10.099,29	23.850,47

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Yabancı sermaye Genel Müdürlüğü.

İnternet Adresi: <http://www.treasury.gov.tr/stat/yabser/ti15.htm>

2.2.2. Finansal Sektör

Tablo 2.18’de, 1980 sonrası dönemde pozitif reel faiz uygulamalarına geçilmesinden kaynaklanan tasarruf eğiliminin mali piyasalarda yarattığı derinlik artışı verilmiştir. Mali araçların GSMH’ya oranları, 1983 yılında % 24,54 iken 1995 yılında % 46,79’a yükselmiştir. Bu yükseliş, sermaye piyasalarının büyümesi sonucunda gerçekleşmiştir. Finansal serbestleşme sonrası, bankacılık kesiminin GSMH’ya oranı 1983 yılında % 20,84’den 1995 yılında % 25,19’a ve sermaye piyasalarının GSMH’ya oranı 1983 yılında % 3,70’den 1995 yılında 21,60’a yükselmiştir. 1980’li yılların sonunda gerçekleştirilen finansal serbestlik, Türkiye ekonomisinde 1990’lı yıllarda sermaye piyasaları büyümesini ve finansal piyasalar içerisindeki ağırlığının artmasını sağlamıştır. Sermaye piyasalarındaki büyümenin kaynağı, kamu sektöründe devlet tahvili ve özel sektörde hisse senedi kalemlerinden kaynaklanmıştır. Devlet tahvilinin GSMH’ya oranı 1983 yılında % 3,55’den 1995 yılında 9,94’e ve hisse senedinin GSMH’ya oranı 1983 yılında % 0,33’den 1995 yılında 5,72’e yükselmiştir.

TABLO 2.18: GSMH’YA ORANLAR CİNSİNDEN MALİ PİYASALARDA DERİNLİK GÖSTERGELERİ

	1983	1984	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
BANCILIK SEKTÖRÜ	20,84	21,07	21,65	27,52	28,91	26,33	24,92	22,45	25,83	26,56	25,19
Vadesiz Mevduat	9,74	6,54	6,05	7,54	8,35	5,71	5,71	5,23	4,90	4,73	3,26
Resmi Mevduat	1,23	1,12	1,36	1,32	1,33	1,40	0,72	0,89	0,50	0,61	0,77
Döviz Tevdiat				5,22	7,24	7,02	5,97	5,81	8,35	9,91	12,50
Özel Finans Kuruluşları				0,15			0,20	0,39	0,42	0,57	0,72
SERMAYE PİYASALARI	3,70	4,47	5,19	5,72	8,46	7,40	8,44	8,44	10,07	14,00	21,60
KAMU SEKTÖRÜ	2,95	3,88	4,65	5,19	7,00	6,27	6,58	6,42	7,18	11,34	13,81
Devlet Tahvili	2,55	2,34	2,87	2,90	3,14	3,64	4,62	4,26	3,97	6,82	9,94
Hazine Bonusu	0,40	1,50	1,36	1,58	1,51	1,90	1,50	1,38	2,93	3,94	3,38
Gelir Ortaklığı Senetleri		0,04	0,42	0,71	0,82	0,44	0,29	0,20	0,02	0,00	0,00
Döviz Endeksli Senetler					0,52	0,30	0,17	0,08	0,27	0,58	0,49
ÖZEL SEKTÖR	0,75	0,59	0,54	0,52	1,46	0,83	1,86	3,20	2,89	2,69	7,79
Hisse Senedi	0,33	0,30	0,27	0,27	0,83	0,34	1,32	2,19	2,53	1,58	5,72
Tahvil	0,42	0,29	0,27	0,25	0,57	0,40	0,33	0,35	0,27	0,16	0,09
Finansman Bonusu					0,06	0,13	0,21	0,05	0,08	0,07	0,06
VDMK										0,84	1,92
TOPLAM	24,54	25,53	26,84	33,23	33,37	33,44	33,36	32,06	35,89	40,55	46,79
M1	13,76	9,92	8,92	10,09	11,26	8,44	8,32	7,94	7,52	6,84	6,10
M2	23,30	22,80	22,64	23,38	23,04	20,29	20,03	18,10	7,52	17,79	14,04
M2Y	24,64	25,42	25,87	28,06	30,39	27,38	26,04	23,62	26,99	27,42	26,54

Kaynak: TBB Bankalarımız, TCMB Yıllık Raporlar, Hazine Müsteşarlığı Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri (Aktaran: Aksoy, 1998, ss.279).

Bankacılık sektörü, 1980 sonrası dışa açık Türkiye ekonomisinde dış rekabet ile en çabuk ve en yoğun olarak karşılaşılan sektör olmuştur. Yabancı bankalar, bu sektörü karlı bir faaliyet alanı olarak görmüşler ve açtıkları şube sayılarında artışlar olmuştur. Yabancı bankaların payı, artan rekabet sonucunda bu bankaların sahip olduğu teknik ve finansal üstünlüklerin ulusal bankalarca uygulanmaya başlanmasıyla 1990 yılından itibaren düşüş eğilimine girmiştir (Tablo 2.19).

TABLO 2.19: 1980 SONRASI DÖNEMDE YABANCI BANKA SAYISININ TÜRK BANKA SİSTEMİNDEKİ PAYI

Yıllar	Ulusal Banka	Yabancı Banka	Toplam Banka	% Pay	Yıllar	Ulusal Banka	Yabancı Banka	Toplam Banka	% Pay
1980	40	5	45	11,1	1988	41	19	60	31,6
1981	40	7	47	14,9	1989	41	21	62	33,8
1982	40	10	50	20,0	1990	43	23	66	34,8
1983	34	10	44	22,7	1991	44	21	65	32,3
1984	35	13	48	27,1	1992	50	20	70	28,6
1985	37	15	52	28,8	1993	50	20	70	28,6
1986	33	17	50	34,0	1994	47	20	67	29,9
1987	40	17	57	29,8	1995	50	18	68	26,5

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği (Aktaran: Aksoy, 1998, ss.294).

Tablo 2.20’de banka türlerinin çeşitli rasyolara göre sektördeki ağırlıkları verilmiştir. Bu rasyolar, bankaların aktif, kredi ve mevduatlarına göre oluşturulmuştur. Tüm rasyolarda ortak yanı, 1980’li yılların başında en yüksek paylara kamu bankaları sahipken, 1990’lı yıllarda özel bankaların sektörde en yüksek paylara sahip olması ve yabancı bankaların paylarının aynı kalmasıdır.

TABLO 2.20: 1981-1995 ARASINDA BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN YAPISI

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Kamu (1)	48,7	47,0	47,5	52,3	52,1	47,5	47,8	44,8	47,3	46,9	43,9	44,9	41,7	43,2	40,7
Kamu (2)	58,9	56,7	54,3	52,6	51,7	50,6	51,8	52,1	51,5	48,5	45,7	47,8	40,8	43,5	44,1
Kamu (3)	55,2	32,1	37,2	42,5	43,5	43,3	41,2	41,8	45,5	46,7	43,9	48,2	46,4	43,9	43,3
Özel (1)	48,0	49,8	49,3	43,8	43,7	46,2	48,1	52,0	50,0	50,4	53,0	51,8	54,9	54,1	56,2
Özel (2)	38,5	38,9	41,2	43,4	44,8	45,7	45,1	45,0	45,7	48,6	51,0	49,4	56,7	54,6	53,8
Özel (3)	42,7	65,5	60,9	55,5	54,2	54,6	55,3	54,8	52,0	51,3	54,4	50,5	52,4	54,5	54,0
Yabancı (1)	3,1	3,1	3,2	3,8	4,2	3,7	4,1	3,3	3,2	3,1	2,8	3,2	3,4	2,7	3,1
Yabancı (2)	2,6	4,4	4,5	4,0	3,5	3,7	3,1	2,8	2,8	2,9	3,2	2,8	2,6	1,9	2,1
Yabancı (3)	2,0	2,3	1,7	2,8	2,3	2,1	3,6	3,4	2,5	1,9	1,7	1,3	1,3	1,5	1,7

- Açıklamalar: 1) Grubun Toplam Aktifleri / Sektördeki Toplam Aktifler,
 2) Grubun Toplam Kredileri / Sektördeki Toplam Krediler,
 3) Grubun Toplam Mevduatları / Sektördeki Toplam Mevduatlar.

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği, Bankalarımız, (Aktaran: Aksoy, 1998, ss.361).

Türkiye, TL'nin tam konvertibl olmasının yanısıra, 1989 yılından beri yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcıların İMKB'de menkul kıymet alım satımını serbest bırakan bir politika da izlemiştir. Yabancı portföy yatırımcılarının Türk menkul kıymetleri üzerine yaptıkları işlemlere hiçbir sınırlama getirilmemiştir. Ağustos 1989'da kabul edilen 32 sayılı Karar, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kote olan menkul kıymetler üzerinde işlem yapmak isteyen yabancı kurumsal ve bireysel yatırımcılara getirilmiş olan bütün sınırlamaları kaldırmıştır. Türk hisse senetleri ve tahvil piyasaları, bu düzenlemeyle sermayenin ve kârların yurtdışına çıkarılmasına hiçbir engel getirilmeksizin yabancı yatırımcılara açık hale gelmiştir. 32 sayılı Karar, Türk yatırımcıların da yabancı menkul kıymet satın almasına izin vermiştir. İMKB, Ekim 1993'de "US Securities and Exchange Commission (SEC)" tarafından "Yatırım yapılabilir yabancı borsa" olarak tanınmıştır. 9 Mayıs 1995 tarihinde ise "Japan Securities Dealers Association (JSDA)" tarafından İMKB "Japon yatırımcıları için yatırım yapılabilir yabancı borsa" olarak tanınmıştır. İMKB, "Federation Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV)", "Federation of Euro-Asian Stock Exchanges (FEAS)", "International Securities Services Association (ISSA)", "International Securities Market Association (ISMA)", "European Capital Markets Institute (ECMI)" ve "World Economic Forum"(WEF) ve "Swiss Commodities, Futures and Options Association (SCFOA)" nun tam üyesidir (İMKB, Web Sitesi, Portföy Yatırımları ve Uluslararası Tanınmalar ve Üyelikler).

İMKB Hisse Senetleri Piyasası'ndaki yabancı yatırımcılara ait hisse senedi saklama bakiyelerinin ay sonu itibariyle değerleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

TABLO 2.21: YABANCI YATIRIMCILARA AİT HİSSE SENEDİ SAKLAMA BAKİYELERİ (MİLYON ABD \$)

	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1996	2.457	2.849	3.029	2.736	2.489	2.965	2.617	2.551	2.790	2.926	3.165	3.085
1997	4.655	4.564	3.997	3.577	3.793	4.456	4.728	4.938	5.970	5.881	5.465	6.018
1998	5.718	5.296	5.373	6.864	5.765	6.095	6.589	3.845	3.200	3.068	3.668	3700
1999	3.429	5.196	5.554	6.741	5.853	5.555	6.603	5.555	7.001	7.362	8.920	15.358
2000	14.597	13.362	12.734									

Kaynak: İMKB Web Sitesi, Yabancı Portföy Yatırımları.

İnternet Adresi: <http://www.imkb.gov.tr/yabanci/portfoy.htm>

2.3. SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİLERİNİN EKONOMETRİK YÖNTEMLERLE İNCELENMESİ

2.3.1. Araştırma Yöntemi

Bu araştırmada kullanılan yöntem, zaman serisi ekonometrisidir. Zaman serilerine ilişkin iki temel varsayım vardır: Geçmiş dönemlerdeki değişmelerin gelecek dönemlerde de tekrarlanarak aynı eğilimleri taşıyacağı ve verilerin olasılık kurallarına göre toplandığıdır. Zaman serisi ekonometrisi, gözlemlenmiş verilerden yola çıkarak, stokastik sürecin yapısı ve özellikleri hakkında çıkarımlar yapar. Geçmiş dönemlerde serinin izlediği yolun gelecek dönemlerde de tekrarlanarak devam edeceği varsayımı ile geçmiş açıklanmaya ve gelecek tahmin edilmeye çalışılır (Işığışık, 1994, ss.44-45).

Zaman serisi ekonometrisi yöntemi kapsamında, durağanlık (Stationarity) için Arttırılmış Dickey-Fuller Birim Kök Testi (Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test) ve Phillips-Perron Birim Kök Testi (Phillips-Perron Unit Root Test) yapılmıştır. Model konusunda ise Vektör Otoregresyon Modeli (Vector Autoregression Model, VAR Model) seçilmiştir. Granger Nedensellik Testi (Granger Causality Test), VAR modelinde kullanılacak değişkenlerin tespiti ile sıralaması yönelik kullanılmıştır. VAR modeli kapsamında değişkenler arasındaki uzun dönem etkileşimlerin ortaya konulması için Etkiye-Tepki Fonksiyonları (Impulse-Response Functions) ve Değişim Kaynağının Ayırıştırımı (Variance Decomposition) teknikleri kullanılmıştır.

2.3.1.1. Durağanlık

Zaman serisi ekonometrisi yönteminde kullanılan serilerin istatistiksel açıdan anlamlı (durağan) olması şartı aranır. Eğer, iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bulduğumuz bir regresyon, serilerin aynı dereceden durağan olmaması durumunda değişkenler arasında ilişkinin gerçekliğine şüphe düşürür ve bu durum sahte regresyon (Spurious Regression) sorununu ortaya çıkarır. Zaman serisi ekonometrisi yöntemi yardımıyla yapılan öngörüler ise serilerin durağan olmaması durumunda geçerliliğini kaybeder. Stokastik bir (y_t) sürecinin bütün (t) ve (t-s) değerleri için aşağıdaki koşulların sağlanması durumunda durağan olduğu kabul edilir (Enders, 1995, ss.68-69):

$$E(y_t) = E(y_{t-s}) = \mu \quad (2.01)$$

$$E[(y_t - \mu)^2] = E[(y_{t-s} - \mu)^2] = \sigma_y^2 \quad [\text{var}(y_t) = \text{var}(y_{t-s}) = \sigma_y^2] \quad (2.02)$$

$$E[(y_t - \mu)(y_{t-s} - \mu)] = E[(y_{t-j} - \mu)(y_{t-s-j} - \mu)] = \gamma_s \quad [\text{cov}(y_t, y_{t-s}) = \text{cov}(y_{t-j}, y_{t-s-j})] \quad (2.03)$$

burada μ (ortalama), σ_y^2 (varyans) ve γ_s (kovaryans) sabittir. Yukarıdaki koşulların birlikte gerçekleşmesi durumunda (y_t) serisinin kovaryans durağan olduğu söylenir. Zaman serilerinin durağan olup olmadığı, otokorelasyon testi (korelogram yaklaşımı) veya birim kök testi sonuçlarına göre belirlenir.

2.3.1.2. Birim Kök Testi

Birinci dereceden bir otoregresif modeli ele alalım,

$$y_t = \rho y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2.04)$$

burada (ε_t) terimi stokastik hata terimidir. (2.04) no'lu modelde $|\rho| < 1$ ise (y_t) durağan bir seri olduğu söylenir. Eğer $|\rho| = 1$ ise (y_t) durağan bir seri değildir ve serinin varyansı $(t \cdot \sigma_y^2)$ olup zamana bağlı olarak artar. Yapılan araştırmalar sonucunda makroekonomik zaman serilerinin çoğunda (ρ) parametresinin, $(\rho \leq 1)$ olduğu tespit edilmiştir. Birim kök testlerinde bu durum dikkate alınır ve $|\rho| = 1$ olduğunu ileri süren H_0 hipotezi, $H_1: |\rho| < 1$ hipotezine karşı test edilir (Yamak, 1997, ss.36). Birim kök testleri, yaygın olarak Arttırılmış Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi ve Phillips-Perron (PP) birim kök testi yöntemine göre yapılmaktadır.

2.3.1.2.1. Arttırılmış Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi

Dickey ve Fuller (1979) durağanlığı test etmek için (2.04) no'lu modele bazı ilaveler ile birim kök sürecini tespit etmeye yönelik bir yaklaşım geliştirmişlerdir. (3.05) no'lu denklemin her iki tarafına $(-y_{t-1})$ terimi eklendiğinde,

$$\Delta y_t = (\rho - 1)y_{t-1} + \varepsilon_t = \gamma y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2.05)$$

elde edilir. Burada $\gamma = \rho - 1$, birim kök testinde kullanılan hipotezler ise $H_0: \gamma = 0$ ve $H_1: \gamma < 0$ 'dır. Dickey ve Fuller, birim kök testi için aşağıdaki üç modeli kurmuşlardır (Enders, 1995, ss.221-225):

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (\text{saf tesadüfi yürüyüş modeli}) \quad (2.06)$$

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \gamma y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (\text{sürüklenme modeli}) \quad (2.07)$$

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \gamma y_{t-1} + \alpha_2 t + \varepsilon_t \quad (\text{sürüklenme ve doğrusal trend modeli}) \quad (2.08)$$

DF birim kök testinin gücünü artırılmasını yönelik (2.06), (2.07) ve (2.08) no'lu denklemlere $\sum_{i=2}^m \alpha_i \Delta y_{t-i}$ terimi eklenir ve elde edilen test, Arttırılmış Dickey-Fuller (ADF) testi adını alır.

İncelenen zaman serisinin birim köke sahip olup olmadığı, H_0 hipotezinin kabulü veya reddi ile ilgilidir. Bilgisayar paket programlarının hesapladığı t -istatistiği, τ -istatistiği ya da ADF test istatistiği adını alır. H_0 hipotezine ait karar için, ADF testinden elde edilen sonuç ile MacKinnon tarafından Monte Carlo simülasyonuna göre elde hesaplanan % 1, % 5 ve % 10 önemlilik düzeyini temsil eden MacKinnon Kritik Değerleri karşılaştırılır. ADF test istatistiğinin mutlak değerinin, MacKinnon kritik değerinden büyükse serinin durağan olduğuna, küçükse serinin durağan olmadığına ilgili önemlilik düzeyinde karar verilir (Ertek, 1996, ss.187).

2.3.1.2.2. Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi

Dickey-Fuller testini destekleyen dağılım teorisi, hata terimlerinin istatistiksel olarak bağımsız ve sabit bir varyansa sahip olduğunu varsayar. Bu yöntemin kullanılması, hata terimlerinin birbirleri ile ilişkisiz ve sabit bir varyansın olmasını sağlar. Phillips ve Perron (1988), hata terimleri ile ilgili varsayımları daha ılımlı hale getirerek daha genel bir Dickey-Fuller yöntemi geliştirmişlerdir:

$$y_t = \alpha_0^* + \alpha_1^* y_{t-1} + \mu_t \quad (2.09)$$

$$y_t = \alpha_0^{\sim} + \alpha_1^{\sim} y_{t-1} + \alpha_2^{\sim} (t - T/2) + \mu_t \quad (2.10)$$

burada T gözlem sayısı, μ_t hata terimidir. Hata terimlerinin ardışık ilişkili olmaması veya homojen olması yönünde aranan bir zorunluluk yoktur. ADF yönteminin istatistiksel bağımsızlık ve homojenlik varsayımlarının yerini, PP testinde zayıf bir bağımsızlık ve heterojen dağılım almıştır (Enders, 1995, ss.239).

PP yönteminde de sürüklenme ve doğrusal trendi içeren model, sadece sürüklenmeyi içeren model ve saf tesadüfi yürüyüşü içeren model kullanılarak (ADF testindeki aşamaları aynı şekilde izleyerek) birim kök testi yapılır. Ancak PP birim kök testinde, ADF testindeki gecikmeli değerler yerine Eviews programı tarafından otomatik olarak hesaplanan Newey-West düzeltme gecikmesi seçeneği (Newey-West automatic truncation lag selection) kullanılır.

2.3.1.3. Granger Nedensellik Testi

Granger (1969) yüksek dereceli iki değişkenli bir otoregresif sürecin tahmini yardımıyla nedenselliğin test edilebilir hale gelmesini sağlamıştır. Stokastik ve kovaryans durağan koşullarını sağlayan (y_t) ve (x_t) değişkenleri için Granger nedensellik, aşağıdaki denklemler yardımıyla bulunur (Işığışık, 1994, ss.91-94):

$$y_t = \sum_{i=1}^m a_i y_{t-i} + \sum_{i=1}^m b_i x_{t-i} + u_{1t} \quad (2.11a)$$

$$x_t = \sum_{i=1}^m c_i x_{t-i} + \sum_{i=1}^m d_i y_{t-i} + u_{2t} \quad (2.11b)$$

burada (a_i), (b_i), (c_i) ve (d_i) gecikme katsayıları; (m), tüm değişkenler için ortak gecikme genişliğini; (u_{1t} , u_{2t}), korelasyonsuz beyaz gürültü süreçlerini gösterir. Bütün değişkenler için ortak bir gecikme sayısının kullanılması, Granger nedensellik testine yöneltile en önemli eleştiridir. Granger nedensellik testinde, değişkenlerin tek tek t-testine başvurma yerine, F-testi yardımıyla modelin genel olarak anlamlılığı test edilir.

Bu çalışmada, Granger nedensellik testi, ödemeler dengesi kalemleri arasındaki nedensellik araştırılması ve VAR modeli kapsamında kullanılacak değişkenler ile değişkenlerin model içerisinde sıralaması tespiti için kullanılmıştır.

2.3.1.4. VAR Modeli

Ekonomide değişkenlerin birbirlerini aynı anda etkilemesi ve bu etkileşimi ortaya koymak için eşanlı ya da yapısal denklem modelleri kullanır. Bu tür modellerde değişkenlerden bazıları içsel, bazıları dışsal olarak alınır. Böyle modelleri tahmin etmeden önce modeldeki denklemlerin tam veya aşırı belirlenmesi şartına bakılır. Sim'e göre, değişkenler arasında gerçekten eşanlılık varsa, hepsi eşit biçimde ele alınmalı, içsel ve dışsal değişkenler arasında önsel bir ayırım yapılmamalıdır. Sims, değişkenler arasında içsel-dışsal ayrımı yapmadan modelleme yapmak üzere VAR modelini geliştirmiştir. Bu model, Granger nedensellik testi modelini temel alır. VAR modelinde yer alan tüm değişkenler içseldir. Değişkenler içsel sayılması nedeniyle VAR modeli eşanlı bir modeldir. VAR modelindeki denklemlerin sağ tarafında değişkenlerin aynı sayıda gecikmeli değerlerinin yer alması, iki aşamalı en küçük kareler gibi yöntemlere gerek kalmadan denklemlerin SEKK yöntemi ile tahmin edilmesini sağlar. VAR modelinin uygulamadaki en büyük sorunu, içsel değişkenlerin ve gecikme sayılarının artması durumunda serbestlik derecesini düşmesidir. Bu yüzden VAR modelinde büyük örneklem hacmine önem verilir²² (Gujarati, 1999, ss.746-749). (y_t) ve (x_t) değişkenleri arasındaki ilişki VAR yöntemi ile şu şekilde gösterilir (Enders, 1995, ss.295):

$$y_t = \alpha_{10} + \alpha_{11}y_{t-1} + \alpha_{12}x_{t-1} + \varepsilon_{1t} \quad (2.12a)$$

$$x_t = \alpha_{20} + \alpha_{21}y_{t-1} + \alpha_{22}x_{t-1} + \varepsilon_{2t} \quad (2.12b)$$

bu denklem sisteminde tüm değişkenler içseldir ve bir gecikmeye sahip olup VAR(1) şeklinde gösterilir. VAR modelinde ideal gecikme sayısı Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criterion) veya Schwartz Kriteri (Schwartz Criterion)'ne göre tespit edilir. Seçilen kriteri minimum kılan gecikme sayısı, VAR modelinin ideal gecikmesi sayısı olarak alınır. VAR modelleri, değişkenlerin katsayılarını tahmin etmek için kullanılmaz. Bu nedenle VAR yönteminde, modellerde yer alan değişkenlerin katsayılarını teker teker yorumlamak yerine etki-tepki fonksiyonları ve değişim kaynağının ayrıştırımı tekniklerine başvurulur. Bu teknikler, değişkenler arası karşılıklı etkileşimin izlenmesine yöneliktir.

²² "m" sayıda değişken ve her değişkenin "n" gecikmeli değerlerin yer aldığı bir VAR modelimiz varsa, $(m + nm^2)$ adet katsayı tahmin edilir. Dolayısıyla uygun örneklem hacmi, $(m + nm^2)$ ve serbestlik derecesinin yüksek olmasına yetecek sayıda atıl olabilecek gözlem sayısı kadar olmak zorundadır.

VAR yönteminde değişkenlerin dinamik davranışı, çeşitli şoklara verdiği tepkiler ile gösterilir. Sims, tahmin edilen VAR denklemlerinin ortogonalize edilmiş artıklarını yapısal şoklar olarak alır. Modelde gecikmesiz değerlerin açıklayıcı değişkenler arasında yer almaması nedeniyle değişkenler arasındaki aynı dönemdeki etkileşimler, artık terimlerine dahil olurlar. Dolayısıyla bu hata terimleri dolaylı şok terimlerini gösterirler. Ortogonalizasyon, ihmal edilen bu gecikmesiz etkileşimlerin artıklardan arındırılması, yani artıklardan içsel değerlerin çıkarılması işlemidir. Sims, değişkenlerin gecikmesiz nedensellik ilişkilerini alt üçgensel (recursive) bir sıralama izlediğini varsayarak, nedensellik sıralamasına uygun olarak VAR artıklarının kovaryans matrisinin Choleski ayrıştırımıyla ortogonalizasyon işlemini gerçekleştirir ve gecikmesiz ilişkiler katsayı matrisine ulaşır. Bu katsayı matrisi, VAR denklemlerinin artıklarına uygulanır ve yapısal (bağımsız) şoklar elde edilir (Oğuz, 1996, ss.59).

2.3.1.4.1. Etkiye-Tepki Fonksiyonları

Etkiye-tepki fonksiyonları, VAR sisteminde yer alan denklemlerdeki hata terimlerine gelen bir birim standart sapma değerindeki bir şoka, içsel değişkenlerin gelecek dönemlerde verdiği tepkiyi ölçmemize yardımcı olur. Yukarıdaki VAR modelinde (2.12a)'da yer alan (ε_{1t}) hata terimine gelen bir şok (y_t) değişkeninin cari değerini doğrudan ve gelecek değerlerini dolaylı olarak etkiler. (y_t) değişkenin gecikmeli değerleri, (x_t) değişkenine ait denklemde yer aldığından dolayı (ε_{1t}) hata terimine gelen bir şok, yapısal VAR sistemi içersindeki tüm içsel değişkenlere yayılır.

2.3.1.4.2. Değişim Kaynağının Ayrıştırımı

Değişim kaynağının ayrıştırımı, VAR sistem dinamiklerini ortaya çıkarmak için alternatif bir yaklaşımdır. Etki-tepki fonksiyonları, içsel değişkenlerin denklemlerinde yer alan hata terimlerine bir standart sapma değerinde şoka VAR sisteminde yer alan içsel değişkenlerin gelecek dönemlerde verdiği tepkileri incelememizi sağlar. Etki-tepki fonksiyonların aksine değişim kaynağının ayrıştırımı tekniği, içsel bir değişkenden şok öğeleriyle VAR sistemi içindeki içsel değişkenlere olan değişmeyi ayrıştırır. Değişim kaynağının ayrıştırımı, bir içsel değişkendeki değişimin hangi değişkenler tarafından sağlandığı hakkında bilgi verir.

2.3.2. Veri Seti ve Birim Kök Testi Sonuçları

Bu araştırmada kullanılan veriler ve tanımları, Tablo 2.22’de verilmiştir. Veriler ödemeler dengesi kalemlerinden, reel milli gelir ile bileşenlerinden ve finansal değişkenlerden seçilmiştir. Ödemeler dengesi kalemleri ve milli gelir ile bileşenleri verileri, düzeydir. Finansal değişkenler verileri ise getiri oranlarını yansıtan değişim oranlarıdır.

TABLO 2.22: VERİ TANIMLARI VE KAYNAKLARI

ÖDEMELER DENGESİ DEĞİŞKENLERİ		
TANIMI	AÇIKLAMASI	KAYNAĞI
SH	Net sermaye hareketleri (Milyar ABD \$)	TCMB 3 aylık bülten
PY	Net portföy yatırımları (Milyar ABD \$)	TCMB 3 aylık bülten
UVSH	Net diğer uzun vadeli sermaye hareketleri (Milyar ABD \$)	TCMB 3 aylık bülten
KVSH	Net diğer kısa vadeli sermaye hareketleri (Milyar ABD \$)	TCMB 3 aylık bülten
CID	Cari işlemler dengesi (Milyar ABD \$)	TCMB 3 aylık bülten
TOPLAM TALEP DEĞİŞKENLERİ		
TANIMI	AÇIKLAMASI	KAYNAĞI
GSYİH	1987 fiyatlarıyla gayri safi yurtiçi hasıla (Milyar TL)	TCMB veri dağıtım sistemi
OT	1987 fiyatlarıyla özel nihai tüketim (Milyar TL)	TCMB veri dağıtım sistemi
SSO	1987 fiyatlarıyla sabit sermaye oluşumu (Milyar TL)	TCMB veri dağıtım sistemi
G	1987 fiyatlarıyla kamu nihai tüketim (Milyar TL)	TCMB veri dağıtım sistemi
X	1987 fiyatlarıyla ihracat (Milyar TL)	TCMB veri dağıtım sistemi
M	1987 fiyatlarıyla ithalat (Milyar TL)	TCMB veri dağıtım sistemi
FİNANSAL DEĞİŞKENLER		
TANIMI	AÇIKLAMASI	KAYNAĞI
İMKB	İmkb 100 endeksinin yüzde değişim oranı	TCMB veri dağıtım sistemi
KFP	Korunmasız faiz paritesine göre yüzde getiri farklılığı = 3 aylık TL mevduat faizi - Londra eurodolar piyasası 3 aylık ABD \$ mevduat faizi - ABD Dolarının 3 aylık getirisi	TCMB 3 aylık bülten; Economic Time Series Page, http://www.econmagic.com/ ; TCMB veri dağıtım sistemi

Türkiye ekonomisinde SH, TCMB’nın üç aylık bültenlerinde ve web sitesinde yayınladığı ödemeler dengesi istatistiklerinden alınmıştır. Bu istatistiklerde SH, “net sermaye hareketleri (rezerv hariç)” başlığı altında verilmektedir. Dolayısıyla SH serisi, dönem içerisinde sermaye girişleri ve sermaye çıkışları sonucunda elde edilen bakiyeyi, yani net değeri yansıtmaktadır. Günlük olaylardan bile etkilenen Türkiye ekonomisinde SH’nin aylık ve üç aylık dönemler için ulusal ekonomiye girişleri ve çıkışları, elbette araştırmada kullandığımız net değerlerin çok üzerindedir. Brüt sermaye hareketleri yerine net sermaye hareketlerinin zorunlu olarak kullanılması, yapmış olduğumuz çalışmayı kısıt altına sokmaktadır. Bu kısıt altında çalışmamızda hipotezler, net SH ve türleri, net CID, reel GSYİH ve alt bileşenleri serilerine göre sınımlanmıştır.

Araştırmadan daha sağlıklı sonuçlar elde etmek için tez başlığında yer alan (1986-1998) dönemi, (1984-1998) olarak genişletilmiştir. Çalışmada aylık ve üçer aylık verilerden oluşan iki tane ana örneklem kullanılmıştır. Aylık veriler, cari işlemler açığı ile sermaye hareketleri ve sermaye türleri arasındaki nedenselliğin araştırılmasına yönelik kullanılmıştır. Bu örneklem 1984.01-1999.04 dönemini içerir. Üçer aylık veriler ise SH ile reel değişkenler arasında uzun dönem etkileşimin ortaya konması için kullanılmıştır. Bu örneklem, 1984.1. çeyrek –1999.1. çeyrek dönemi kapsar.

Bu çalışmada ekonometrik paket program olarak Eviews kullanılmıştır. Ödemeler dengesi değişkenleri ve finansal değişkenlere birim kök öncesi bir işlem yapılmamıştır. Toplam talep değişkenlerinin doğal logaritması alınmış ve mevsimsel dalgalanmalardan arındırılmıştır. Eviews programın kullandığı ADF birim kök testinin aşamaları aşağıdadır:

$$\text{Model 1 : } H_0: \gamma = 0 \quad \Delta y_t = c_1 + c_2 t + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^m b_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2.13)$$

$$\text{Model 2 : } H_0: \gamma = 0 \quad \Delta y_t = c_1 + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^m b_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2.14)$$

$$\text{Model 3 : } H_0: \gamma = 0 \quad \Delta y_t = \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^m b_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2.15)$$

Model 1, sürüklenme, doğrusal trend ve arttırılmış gecikmeleri; model 2, sürüklenme ve arttırılmış gecikmeleri; model 3, saf tesadüfi yürüyüşü ve arttırılmış gecikmeleri içerir. Birim kök testinde, her bir model için $H_0: \gamma = 0$ hipotezi, $H_1: \gamma < 0$ hipotezine karşı test edilir.

Tablo 2.23 ve Tablo 2.24, birim kök sonuçları gösterir. ADF ve PP birim kök testleri, aynı sonuçları vermiştir. Aylık verilerin yer aldığı örneklemden tüm seriler, durağanlık şartına sağlanmıştır. Üçer aylık verilerin yer aldığı örneklemden ise SSO değişkeni dışındaki tüm seriler durağandır. Bu örneklemden birinci dereceden farkı alınan SSO, DSSO olarak simgelenmiştir.

Birim kök testinde % 95 olasılık sınırı dikkate alınmıştır. (**) ve (*) işaretleri, sırasıyla %1 ve %5 önemlilik düzeyinde serinin durağan olmadığını reddini, yani

serilerin durağan olduğunun kabulünü ifade eder. Tablodaki ADF değerleri, 4 gecikmeye sahip Artırılmış Dickey-Fuller (ADF) modeline göre elde edilen ADF testi sonuçlarıdır. ADF ve Phillips-Perron testi sonuçları, ondalık basamak sayısı 4 alınmak üzere yuvarlanmıştır. Model 1, sürüklenme ve doğrusal trendi içeren ADF modelidir. Model 2, sürüklenmeyi içeren ADF modelidir. Model 3, saf tesadüfi yürüyüşü içeren ADF modelidir. Model 4 ise durağan olmayan serinin farkının alındığı ADF modelidir. Bu aşamada olan serilerin 1.dereceden farkı alınarak veri simgesinin başına (D) harfi eklenmiştir.

TABLO 2.23: 1984:01 – 1999:04 (AYLIK VERİLER) DÖNEMİ İÇİN ÖRNEKLEMLER İÇİN ADF VE PP TESTLERİNE GÖRE ELDE EDİLEN BİRİM KÖK SONUÇLARI

ADF-TEST İSTATİSTİKLERİ			PP-TEST İSTATİSTİKLERİ	
Veriler	H ₀	Model 1	H ₀	Model 1
SH	(**)	-5,7908	(**)	-10,8892
PY	(**)	-5,8828	(**)	-7,6739
UVSH	(*)	-3,5115	(**)	-11,4792
KVSH	(**)	-5,0482	(**)	-14,8781
CID	(**)	-4,3879	(**)	-7,4884
McKinnon				
Kritik	% 1	-4,0119	% 1	-4,0109
Değerleri	% 5	-3,4357	% 5	-3,4352

TABLO 2.24: 1984.1 – 1999.1 (ÜÇER AYLIK VERİLER) ÖRNEKLEMİ İÇİN ADF VE PP TESTLERİNE GÖRE ELDE EDİLEN BİRİM KÖK SONUÇLARI

ADF-TEST İSTATİSTİKLERİ				PP-TEST İSTATİSTİKLERİ			
Veriler	H ₀	Model 1	Model 3	Model 4	H ₀	Model 1	Model 4
SH	(*)	-4,0446			(**)	-7,1419	
PY	(*)		-1,9929		(**)	-6,5982	
UVSH	(*)		-2,3779		(**)	-4,7510	
KVSH	(*)	-4,1176			(**)	-5,0540	
CID	(*)	-3,8913			(**)	-4,3430	
GSYIH	(**)		2,7889		(**)	-5,2517	
OT	(**)		-3,2417		(**)	-5,9251	
DSSO	(**)			-3,0922	(**)		-8,3648
G	(**)		2,7797		(**)	-5,4115	
X	(*)		2,3539		(*)	-3,8136	
M	(*)	-4,0063			(*)	-3,6914	
KFP	(**)	-4,2177			(**)	-5,2801	
IMKB	(**)	-4,6335 (-4,1630)			(**)	-6,1402 (-4,1458)	
McKinnon							
Kritik	% 1	-4,1281	-2,6040	-2,6048	% 1	-4,1162	-2,6019
Değerleri	% 5	-3,4904	-1,9464	-1,9465	% 5	-3,4849	-1,9460

2.3.3. Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri

GOÜ'e yönelik sermaye hareketleri, dünya faiz oranları, ulusal faiz oranları GOÜ'in cari işlemler açıkları, döviz kuru rejimleri, hisse senedi borsaları getirileri ve canlı iç talepten kaynaklanan yüksek karlı üretim fırsatları gibi literatürde kabul gören ve ölçülebilen değişkenlerden etkilenir. Şüphesiz, ölçülebilen değişkenlerin yanında ölçülemeyen fakat sermaye hareketleri üzerinde etkili olan politik ve ekonomik istikrarsızlıklardan kaynaklanan riskler, teknolojik ve ekonomik etkinlik, yasal ve kurumsal düzenlemeler, vb. değişkenler de söz konusudur.

Bu başlık altında Türkiye ekonomisi için sermaye hareketlerinin hangi unsurlardan ne derece etkilendiğinin araştırılması için seçilen değişkenler, net sermaye hareketleri (SH), cari işlemler dengesi (CID), faiz ve döviz kuru farklılıklarını içeren korunmasız faiz paritesi (KFP) ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal 100 Endeksinin değişim oranı (IMKB)'dir.

Ödemeler bilançosunda CID'nden kaynaklanan bir dengesizlik, ulusal ekonomide sermaye hareketlerine yol açar. Makro teoriye göre CID'nde bir açık olduğunda, bu açığın kapatılmasına yönelik ulusal ekonomiye sermaye girişleri olur. Teorik olarak, SH ile CID arasında negatif bir ilişki vardır. Sermaye hareketlerinin bir bölümü, ulusal ekonominin mali kesiminde sermaye ve para piyasalarında oluşan yüksek kazançları takip eder. Sermaye piyasalarında, dış sermayeyi uyarayan etken hisse senedi piyasasının getiri oranlarıdır. Türkiye için IMKB değişkeni bu amaca yönelik seçilmiştir ve SH ile IMKB arasında pozitif bir ilişki beklenir. Para piyasalarına yönelen sermaye ise ülkeler arası faiz ve kur arbitrajı peşindedir. Sermaye hareketlerini uyarayan bir unsur olarak KFP değişkeni oluşturulmuştur. SH ile KFP arasında da pozitif bir ilişki beklenir.

SH ile belirleyicileri arasındaki regresyon sonuçları, Model 1'de verilmiştir. Modelden elde edilen sonuçlar, teorik beklentileri desteklemiştir. SH, t-istatistiklerine göre SH(-2) ile % 99'luk; CID(-1) ve KFP(-1) ile % 95'lik; C, SH(-1) ve IMKB ile % 90'lık önemlilik düzeyinde anlamlı bir ilişki içerisindedir. R-kare ve düzeltilmiş R-kare değerleri sırayla % 35 ve % 27'dir. Modelin bütünsel olarak anlamlığını gösteren F-istatistiği 4,85 ve buna göre model, % 99 önemlilik düzeyinde anlamlıdır.

MODEL 1

Bağımlı değişken: SH

Uyumlaştırılmış Örneklem: 1986:2 1999:1

Dahil Olan Gözlem Sayısı: 52

Metot: Sıradan En Küçük Kareler

Veri Türü: Üçer aylık

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık
C	0.729800	0.363009	2.010420	0.0503
SH(-1)	-0.293306	0.161016	-1.821589	0.0750
SH(-2)	-0.550436	0.165491	-3.326069	0.0017
CID(-1)	-1.090003	0.409103	-2.664370	0.0106
KFP(-1)	8.313511	3.708171	2.241944	0.0298
IMKB	1.850624	0.967947	1.911906	0.0621

R-kare	0.345189	Bağımlı değişkenin ortalaması	0.864000
Düzeltilmiş R-kare	0.274014	Bağımlı değişkenin standart sapması	2.425893
Regresyonun standart hatası	2.066977	Akaike bilgi kriteri	4.398219
Kalıntı karelerinin toplamı	196.5302	Schwarz kriteri	4.623362
Log olabilirlik	-108.3537	F-istatistiği	4.849856
Durbin-Watson istatistiği	2.000945	Olasılık (F-istatistiği)	0.001206

2.3.4. Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri

Sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerine etkileri, Granger Nedensellik Testi sonuçları ve VAR modeli kapsamında elde edilen etkiye tepki fonksiyonları ile değişim kaynağının ayrıştırımı teknikleri aracılığıyla incelenmiştir. Granger nedensellik testi, CID açıkları ile SH ve alt bileşenleri arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırılması ile VAR modelinde kullanılacak değişkenlerin tespiti ve sıralaması yönelik kullanılmıştır. VAR modeli ise sermaye hareketlerinin toplam talep artışında ne denli etkili olduğu sorusu doğrultusunda kurulmuştur.

2.3.4.1. Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi

1973-74 Petrol şokunu izleyen yıllarda CID açıkları, Türkiye gibi petrol ithalatçısı GOÜ'nin en önemli ekonomik problemlerinden biri haline gelmiştir. Bu yıllardan itibaren dış kaynaklar, kalkınmanın finansı yerine CID açıklarının finansı haline gelmiş ve sermaye fonlarının kaynağı, resmi kurumlardan daha çok özel kurumlar olmaya başlamıştır. 1990'lı yıllarda GOÜ'e yönelik sermaye hareketleri hacmi yeniden artmıştır. Başlangıçta CID açıkları, sermaye girişlerine yol açmış, ancak yoğun sermaye girişlerinin ulusal ekonomide yarattığı makroekonomik etkileşim (yatırım, tüketim ve ithalatta artışlarla döviz kuru, enflasyon oranı, toplam talebin ve CID açıklarının yükselmesi) CID açıklarının devam etmesine neden olmuştur.

1990'lı yıllarda Türkiye ekonomisi de yoğun sermaye hareketlerine sahne olmuştur. Yoğun sermaye girişlerinin kendisi de CID açıklarına yol açan bir unsur olarak ortaya çıkması, Türkiye ekonomisinde de gözlenen bir eğilimdir. 1980-1989 yılları arasında sermaye girişleri, CID açıkları civarında olmaktadır 1990'lı yıllarda SH, CID açıkları aşmıştır. Örneğin, 1995-1997 yılları arası CID açıkları 3 milyar \$ civarındayken SH 4,6 milyar \$'dan 9 milyar \$'a yaklaşmıştır. Bu bağlamda, CID açıkları ile SH ve alt bileşenleri arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. CID açıklarına, hangi sermaye türünün duyarlı olduğu bu başlık altında incelenmiştir. SH ile CID arasında çift yönlü ve kuvvetli bir nedensellik ilişkisi vardır. 12 gecikme düzeyinde aylık verilerin kullanıldığı örneklemden % 99 olasılıklı Granger nedensellik, üç aylık verilerin kullanıldığı örneklemden ise % 95 olasılıklı Granger nedensellik elde edilmiştir. Bu iki değişken arasındaki kuvvetli nedensellik, değişkenin birine gelen dışsal bir şokun, diğer değişken üzerinde de kuvvetli bir etkinin oluşumuna yol açacağını gösterir. Bu sonuca göre, cari işlemler açıklar, sermaye hareketleri bilançosunda fazlalık (sermaye girişi) ve yoğun sermaye girişleri de cari işlemler bilançosunda açık oluşumunda oldukça etkilidir. Aylık verilerde SH'den CID'ne doğru bir nedenselliğin çok güçlü olduğu görülür. Hem 8 hem de 12 gecikme düzeyinde, SH'den CID'ne doğru nedensellik daha güçlüdür. Buna göre Türkiye ekonomisinde yoğun miktarda sermaye girişleri, CID'nde açıklara yol açmaktadır. (Tablo 2.25 ve Tablo 2.26).

TABLO 2.25: SERMAYE HAREKETLERİ - CARİ İŞLEMLER DENGESİ
1. ÖRNEKLEM⁽¹⁾: 1984:01 – 1999:04

H ₀ Hipotezi	Sonuç ⁽²⁾	Gecikme	Gözlem	F-İstatistiği	Olasılık
CID, SH'in nedenseli değildir	Ret (**)	8	176	2.37145	0.01939
	Ret (***)	12	172	2.43256	0.00652
SH, CID'in nedenseli değildir	Ret (***)	8	176	4.10999	0.00018
	Ret (***)	12	172	3.06691	0.00069

1) Veriler, aylıktır.

2) (***), (**) ve (*) işaretleri, sırasıyla %1, %5 ve %10 önemlilik düzeylerini ifade eder.

TABLO 2.26: SERMAYE HAREKETLERİ - CARİ İŞLEMLER DENGESİ
2. ÖRNEKLEM⁽¹⁾: 1984:1 – 1999:1

H ₀ Hipotezi	Sonuç ⁽²⁾	Gecikme	Gözlem	F-İstatistiği	Olasılık
CID, SH'in nedenseli değildir	Ret (**)	8	53	2.96343	0.01181
	Ret (**)	12	49	2.22606	0.04599
SH, CID'in nedenseli değildir	Ret (***)	8	53	3.41969	0.00505
	Ret (**)	12	49	2.53959	0.02507

1) Veriler, üçer aylıktır.

2) (***), (**) ve (*) işaretleri, sırasıyla %1, %5 ve %10 önemlilik düzeylerini ifade eder.

Sermaye hareketleri ile cari işlemler dengesi arasında elde edilen nedensellik ilişkisi doğrultusunda, değişkenler arası etkileşim ortaya konması için VAR modeli kurulmuştur. VAR modelinin ideal gecikme sayısı 2'dir ve SIC'ne göre seçilmiştir (Tablo 2.27). VAR yönteminde, modellerde yer alan değişkenlerin katsayılarını teker teker yorumlamak yerine etki-tepki fonksiyonları ve değişim kaynağının ayrıştırımı tekniklerine başvurulur.

TABLO 2.27: SERMAYE HAREKETLERİ VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ DEĞİŞKENLERİYLE OLUŞTURULAN VAR MODELİ (AYLIK VERİLER)

Uyumlaştırılmış Örneklem: 1984:03 1999:04
Dahil Olan Gözlem Sayısı: Uyumlaştırma noktasından sonra 182
Standard hatalar ve t-istatistikleri parantez içinde verilmiştir.

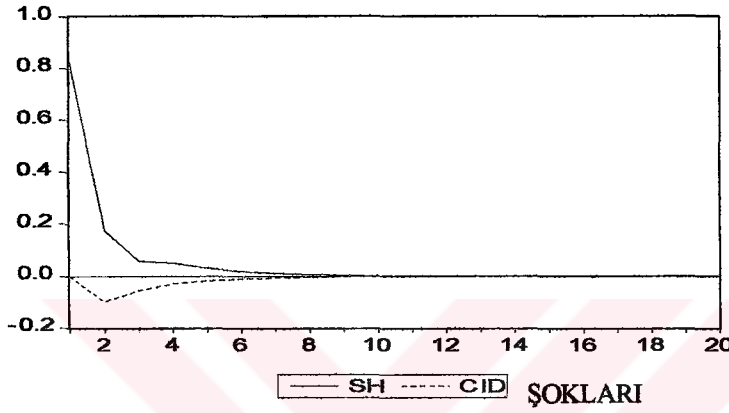
	SH	CID		SH	CID
SH(-1)	0.185617	-0.115906	R-kare	0.069808	0.360268
	(0.07691)	(0.02873)	Düzeltilmiş R-kare	0.048786	0.345811
	(2.41335)	(-4.03401)	Kalıntı karelerinin toplamı	124.1925	17.33175
SH(-2)	-0.016687	-0.070679	Regresyonun st. hatası	0.837647	0.312921
	(0.08070)	(0.03015)	F-istatistiği	3.320813	24.91961
	(-0.20678)	(-2.34448)	Log olabirlik	-223.4690	-44.26337
CID(-1)	-0.327642	0.361371	Akaïke bilgi kriteri	2.510648	0.541356
	(0.20554)	(0.07678)	Schwarz kriteri	2.598670	0.629378
	(-1.59409)	(4.70645)	Bağımlı değiş. ortalaması	0.226923	-0.088643
CID(-2)	-0.006804	0.037122	Bağımlı değiş. St. Sapması	0.858859	0.386886
	(0.19417)	(0.07254)			
	(-0.03504)	(0.51177)	Kalıntı kov. Determinantı		0.061908
C	0.161025	-0.013867	Log olabirlik		-263.3224
	(0.06587)	(0.02461)	Akaïke bilgi kriteri		3.003543
	(2.44475)	(-0.56358)	Schwarz kriteri		3.179587

SH ve CID değişkenlerin hata terimlerine gelen bir birimlik standart sapma değerindeki şoklara gösterdiği tepkiler, tepki fonksiyonları olarak görselleştirilerek şekillerle sunulmuştur. Şekillerde dikey eksen, içsel değişkenin verdiği tepkiyi; yatay eksen, tepkinin zaman içindeki eğilimini gösterir (Şekil 2.5 ve Şekil 2.6):

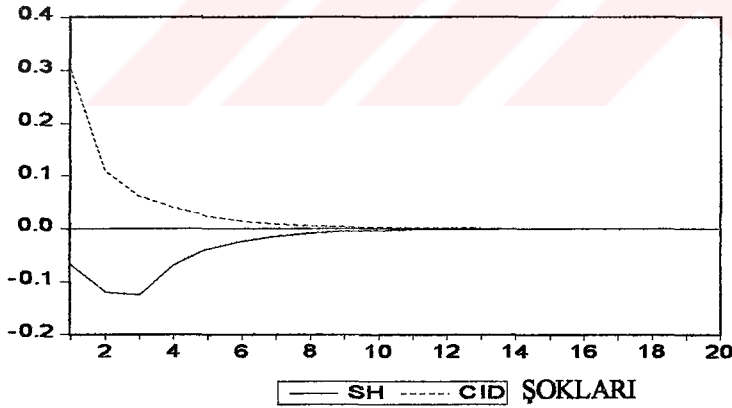
SH değişkeninin kendisinden gelen şoka gösterdiği tepki, ilk dönemde yüksek miktarda ve pozitif yöndedir. Ancak bu şokların önemli bir kısmını atlatması çok kısa bir dönemi bulmaktadır. SH, CID değişkeninden gelen şoka düşük miktarda ve negatif yönde tepki vermektedir. SH değişkeni, içsel değişkenlerin hata terimlerine gelen şoklardan kalıcı olarak etkilenmemekte ve uzun dönem dengesine çok hızlı dönüş yapmaktadır.

CID değişkeninin SH değişkeninden gelen şoka gösterdiği tepki, düşük miktarda ve negatif yöndedir. CID değişkeninin kendisinden gelen şoka gösterdiği tepki, düşük miktarda ve pozitif yöndedir. Ancak bu şokların önemli bir kısmını atlatması çok kısa bir dönemi bulmaktadır. CID değişkeni de içsel değişkenlerin hata terimlerine gelen şoklardan kalıcı olarak etkilenmemekte ve uzun dönem dengesine hızlı bir şekilde dönüş yapmaktadır.

ŞEKİL 2.5: SH DEĞİŞKENİNİN, SH VE CID DEĞİŞKENLERİNDEN GELEN BİR BİRİMLİK STANDART SAPMA DEĞERİNDEKİ ŞOKLARA GÖSTERDİĞİ TEPKİ



ŞEKİL 2.6: CID DEĞİŞKENİNİN, SH VE CID DEĞİŞKENLERİNDEN GELEN BİR BİRİMLİK STANDART SAPMA DEĞERİNDEKİ ŞOKLARA GÖSTERDİĞİ TEPKİ



Tablo 2.28'de SH ve CID değişkenlerindeki değişim kaynağının ayrıştırımı verilmiştir. 10. periodu baz aldığımızda, SH'ndeki değişimin tamamına yakını kendisinden; CID'ndeki değişimin % 28'i SH'nden ve % 72 kendisinden kaynaklanmaktadır. Bu sonuçlara göre, SH'ndeki değişimde CID katkısı söz konusu değilken, CID'ndeki değişimde SH katkısı vardır ve yoğun SH, Türkiye ekonomisinde CID'nde bozulmalara yol açmada etkilidir. SH ile CID arasındaki karşılıklı etkileşimde, SH daha baskın olduğu söylenebilir.

TABLO 2.28: SH VE CID DEĞİŞKENLERİNDEKİ DEĞİŞİM KAYNAĞININ AYRIŞTIRIMI

DÖNEM	ST. HATA	SH'NDEKİ DEĞİŞİMİN AYRIŞTIRIMI		CID'NDEKİ DEĞİŞİMİN AYRIŞTIRIMI	
		SH	CID	SH	CID
1	0.826061	100.0000	0.000000	4.730523	95.26948
2	0.850208	98.65267	1.347333	15.56251	84.43749
3	0.854060	98.23440	1.765603	24.44107	75.55893
4	0.856016	98.12132	1.878676	26.59639	73.40361
5	0.856788	98.08014	1.919863	27.25263	72.74737
6	0.857057	98.06475	1.935249	27.49226	72.50774
7	0.857153	98.05920	1.940799	27.57944	72.42056
8	0.857188	98.05720	1.942799	27.61079	72.38921
9	0.857200	98.05648	1.943522	27.62210	72.37790
10	0.857205	98.05622	1.943784	27.62620	72.37380

CID açıkları ile sermaye türleri arasındaki nedensellik ilişkisi de araştırılmıştır. CID açıklarının hangi sermaye türlerine duyarlı olduğu aşağıdaki başlıklar altında incelenmiştir. Kullanılan veri seti, aylık gözlemlerden oluşur. Aylık veriler, büyük hacimli örneklemden yararlanmak amacıyla seçilmiştir. Doğrudan yatırımlar serisi yapısal kırılmalar içerdiğinden dolayı, araştırma kapsamına alınmamıştır.

2.3.4.1.1. Portföy Yatırımları ve Cari İşlemler Dengesi

PY ile CID arasında güçlü bir nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Sadece 8 gecikme düzeyinde PY'dan CID'ne doğru % 90 olasılıklı Granger nedensellik söz konusudur (Tablo 2.29).

TABLO 2.29: PORTFÖY YATIRIMLARI - CARI İŞLEMLER DENGESİ⁽¹⁾

H ₀ Hipotezi	Sonuç ⁽²⁾	Gecikme	Gözlem	F-İstatistiği	Olasılık
CID, PY'in nedenseli değildir	Kabul	8	176	1.09318	0.37067
	Kabul	12	172	1.17879	0.30340
PY, CID'in nedenseli değildir	Ret (*)	8	176	1.97194	0.05319
	Kabul	12	172	1.06292	0.39561

1) Örneklem: 1984.01-1999.04; veriler, aylıktır.

2) (***) , (**) ve (*) işaretleri, sırasıyla %1, %5 ve %10 önemlilik düzeylerini ifade eder.

2.3.4.1.2. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi

UVSH ile CID arasında tek yönlü nedensellik elde edilmiştir. CID, UVSH'nin 8 gecikme düzeyinde % 99 ve 12 gecikme düzeyinde %95 olasılıklı Granger nedenselidir. UVSH'nden CID'e doğru çok zayıf bir nedensellik bulunmaktadır (Tablo 2.30).

TABLO 2.30: UZUN VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ - CARI İŞLEMLER DENGESİ ⁽¹⁾

H ₀ Hipotezi	Sonuç ⁽²⁾	Gecikme	Gözlem	F-İstatistiği	Olasılık
CID, UVSH'nin nedenseli değildir	Ret (***)	8	176	3.06261	0.00311
	Ret (**)	12	172	2.20612	0.01412
UVSH, CID'in nedenseli değildir	Ret (*)	8	176	1.78678	0.08327
	Kabul	12	172	1.52836	0.11998

1) Örneklem: 1984.01-1999.04; veriler, aylıktır.

2) (***) , (**) ve (*) işaretleri, sırasıyla %1, %5 ve %10 önemlilik düzeylerini ifade eder.

2.3.4.1.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi

KVSH ile CID arasında çift yönlü ve % 99 olasılıklı bir Granger nedensellik bulunmuştur. KVSH'nden CID'ne doğru olan nedensellik daha güçlüdür (Tablo 2.31).

TABLO 2.31: KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ - CARI İŞLEMLER DENGESİ ⁽¹⁾

H ₀ Hipotezi	Sonuç ⁽²⁾	Gecikme	Gözlem	F-İstatistiği	Olasılık
CID, KVSH'nin nedenseli değildir	Ret (**)	8	176	2.35081	0.02045
	Ret (***)	12	172	2.56778	0.00407
KVSH, CID'in nedenseli değildir	Ret (***)	8	176	4.61836	4.4E-05
	Ret (***)	12	172	3.68538	7.4E-05

1) Örneklem: 1984.01-1999.04; veriler, aylıktır.

2) (***) , (**) ve (*) işaretleri, sırasıyla %1, %5 ve %10 önemlilik düzeylerini ifade eder.

SH'nin alt bileşenleri ile CID arasında yapılan Granger nedensellik test sonuçları özet olarak: CID açıkları, % 99 olasılıkla KVSH'ne ve % 95 olasılıklı UVSH'ne yol açmaktadır. CID açıkları, % 99 olasılıkla KVSH'nden, % 90 olasılıklı UVSH'nden ve PY'ndan kaynaklanmaktadır. CID açıklarına en fazla duyarlı alt bileşen KVSH'dir. CID açıkları, Türkiye ekonomisinde KVSH ile kapatılmakta ve yoğun KVSH de aynı şekilde CID'nde bir sapmaya neden olmaktadır.

2.3.4.2. Sermaye Hareketleri ve Gayri Safi Yurtiçi Milli Hasıla

GSYİH, SH'in % 90 olasılıklı Granger nedenselidir; SH ise sadece 4 gecikme düzeyinde GSYİH'nin % 95 olasılıklı Granger nedenselidir (Tablo2.32). Bu sonuca göre Türkiye ekonomisinde SH, toplam talep düzeyinin zayıf bir nedenselidir. Türkiye ekonomisine düşük miktarlarda giren SH, toplam talep üzerinde çok güçlü bir etki bırakmamaktadır. Sermaye hareketleri ile reel gayri safi yurtiçi hasıla arasında elde edilen nedensellik ilişkisi doğrultusunda, değişkenler arası etkileşim ortaya konması için kurulan VAR modeli, Tablo 2.33'dedir.

**TABLO 2.32: GAYRİ SAFİ YURT İÇİ HASILA - SERMAYE HAREKETLERİ
ÖRNEKLEM: 1984:1 – 1999:1**

H ₀ Hipotezi	Sonuç ⁽¹⁾	Gecikme	Gözlem	F-İstatistiği	Olasılık
GSYİH, SH'nin nedenseli değildir	Ret (*)	4	57	2.27413	0.07491
	Ret (*)	8	53	2.10182	0.06140
	Ret (*)	12	49	1.86603	0.09348
SH, GSYİH'in nedenseli değildir	Ret (**)	4	57	2.89115	0.03183
	Kabul	8	53	0.55256	0.80882
	Kabul	12	49	0.35590	0.96711

1) (***), (**) ve (*) işaretleri, sırasıyla %1, %5 ve %10 önemlilik düzeylerini ifade eder.

**TABLO 2.33: GAYRİ SAFİ YURTIÇİ MİLLİ GELİR VE SERMAYE HAREKETLERİ
DEĞİŞKENLERİYLE OLUŞTURULAN VAR MODELİ**

Uyumlaştırılmış Örneklem: 1984:4 1999:1

Dahil Olan Gözlem Sayısı: Uyumlaştırma noktasından sonra 58

Standard hatalar ve t-istatistikleri parantez içinde verilmiştir.

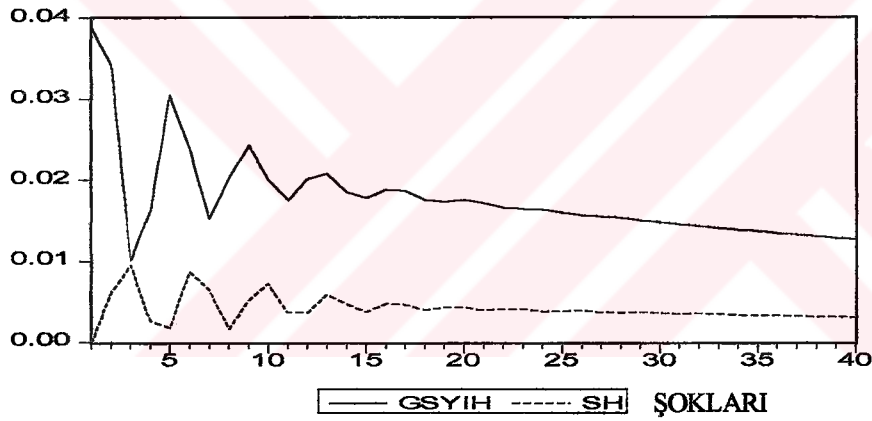
	GSYİH	SH		GSYİH	SH
GSYİH(-1)	0.819663 (0.10600) (7.73232)	10.84720 (5.37075) (2.01968)	R-kare	0.958119	0.259265
			Düzeltilmiş R-kare	0.953192	0.172119
			Kalıntı karelerinin toplamı	0.087284	224.0540
GSYİH(-2)	-0.544220 (0.13977) (-3.89356)	-8.165562 (7.08171) (-1.15305)	Regresyonun st. hatası	0.041370	2.096000
			F-istatistiği	194.4556	2.975084
			Log olabilirlik	106.1736	-121.4903
GSYİH(-3)	0.680213 (0.10804) (6.29583)	0.221968 (5.47396) (0.04055)	Akaike bilgi kriteri	-3.419778	4.430700
			Schwarz kriteri	-3.171104	4.679375
			Bağımlı değiş. ortalaması	9.967360	0.807914
SH(-1)	0.003344 (0.00293) (1.14048)	-0.138779 (0.14856) (-0.93416)	Bağımlı değiş. St. sapması	0.191214	2.303602
			Kalıntı kov. determinantı		0.005017
SH(-2)	0.002947 (0.00289) (1.02071)	-0.412568 (0.14630) (-2.82006)	Log olabilirlik		-11.04291
			Akaike bilgi kriteri		0.863548
			Schwarz kriteri		1.360897
SH(-3)	0.000566 (0.00469) (0.12056)	0.318812 (0.23771) (1.34119)			
C	0.456302 (0.35037) (1.30234)	-28.10680 (17.7515) (-1.58335)			

SH ve GSYİH değişkenlerin hata terimlerine gelen bir birimlik standart sapma değerindeki şoklara bu değişkenlerin verdiği tepkiler, Şekil 2.7 ve Şekil 2.8'de yer alır. GSYİH değişkeninin kendisinden gelen şoka, pozitif yönde dalgalanmaları içeren düşük miktarlarda tepki vermektedir. GSYİH değişkeni, reel şok nedeniyle uzun dönem dengesinden koparak pozitif bölgede dalgalanmakta ve dengeye yeniden tam olarak dönüşü uzun bir dönemi almaktadır. GSYİH değişkeninin SH değişkeninden gelen şoka da pozitif yönde dalgalanmaları içeren ama çok daha düşük miktarlarda tepkisi olmaktadır (Şekil 2.7). SH değişkeninin kendisinden gelen şoka, başlangıçta pozitif,

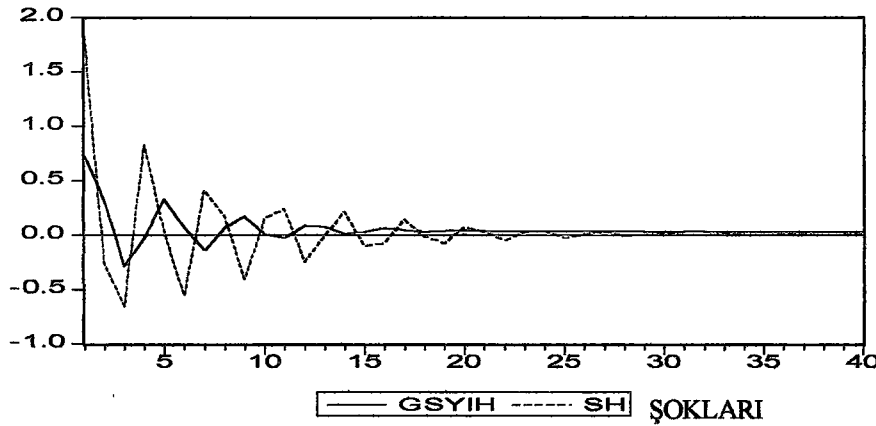
ama ilerleyen dönemler boyunca uzun dönem dengesi etrafında dalgalanmaları içeren yüksek miktarlarda tepki vermektedir. SH değişkeninin GSYIH değişkeninden gelen şoka da aynı tepkiyi daha düşük miktarlarda vermektedir (Şekil 2.8).

Bu sonuçlara göre Türkiye ekonomisinde toplam talep, reel ve parasal olarak adlandırılabilir şoklar nedeniyle kısa ve orta vadede uzun dönem dengesinden küçük miktarlarda kalıcı bir sapma göstermektedir. SH'den gelen şoka, GSYIH'nın pozitif yönde tepki vermesi, Türkiye ekonomisinde SH'nin GSYIH üzerinde pozitif yönde bir etkisi olduğunu doğrulamaktadır. Hem reel hem de SH'ni etkileyen unsurlara gelen şoklar ise SH üzerinde yüksek bir derecede değişkenliğe yol açmaktadır. Bu durum ekonomik yapıdaki dengesizlerin ve SH'ni belirleyen unsurların sermaye hareketlerindeki dalgalanmalara yol açtığını gösterir.

ŞEKİL 2.7: GSYIH DEĞİŞKENİNİN, GSYIH VE SH DEĞİŞKENLERİNDEN GELEN BİR BİRİMLİK STANDART SAPMA DEĞERİNDEKİ ŞOKLARA GÖSTERDİĞİ TEPKİ



ŞEKİL 2.8: SH DEĞİŞKENİNİN, HATA TERİMLERİNE GELEN BİR BİRİMLİK STANDART SAPMA DEĞERİNDEKİ ŞOKLARA GÖSTERDİĞİ TEPKİ



Tablo 2.34’de GSYİH ve SH değişkenlerindeki değişim kaynağının ayrıştırımı verilmiştir. GSYİH’deki değişimin tamamına yakını kendisinden; SH’ndeki değişimin % 85’i kendisinden ve % 15’i GSYİH’den kaynaklanmaktadır. Bu sonuç, Türkiye ekonomisine düşük miktarlarda giren SH’nin, toplam talep üzerinde çok güçlü bir etki bırakmadığını gösterir. Diğer taraftan GSYİH, SH üzerinde etkisi vardır. Toplam talep düzeyindeki canlılık, SH’ni uyarmaktadır.

TABLO 2.34: GSYİH VE SH DEĞİŞKENLERİNDEKİ DEĞİŞİM KAYNAĞININ AYRIŞTIRIMI

DÖNEM	ST. HATA	GSYİH’DAKİ DEĞİŞİMİN AYRIŞTIRIMI		SH’NDEKİ DEĞİŞİMİN AYRIŞTIRIMI	
		GSYİH	SH	GSYİH	SH
1	0.038793	100.0000	0.000000	13.70290	86.29710
2	0.052095	98.62630	1.373702	15.67519	84.32481
3	0.053927	95.58929	4.410705	15.77023	84.22977
4	0.056446	95.76177	4.238234	13.69575	86.30425
5	0.064190	96.64346	3.356544	15.43126	84.56874
6	0.069023	95.50240	4.497604	14.66609	85.33391
7	0.071011	94.88125	5.118754	14.51974	85.48026
8	0.073866	95.21789	4.782107	14.51810	85.48190
9	0.077953	95.26128	4.738725	14.52750	85.47250
10	0.080820	94.78376	5.216240	14.46862	85.53138
15	0.091828	94.79289	5.207113	14.27661	85.72339
20	0.100737	94.70443	5.295568	14.33608	85.66392
30	0.113267	94.65433	5.345666	14.49481	85.50519
40	0.121629	94.62789	5.372107	14.62492	85.37508

2.3.4.2.1. Gayri Safi Yurtiçi Milli Hasıla Bileşenleri Ve Sermaye Hareketleri Arasında Yapılan Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Bu başlık altında, SH’nin hangi toplam talep bileşeni ile ne yönde bir nedensellik ilişkisi olduğu araştırılmıştır. Bu örnekte yer alan toplam talep bileşenleri: Özel nihai tüketim (OT), sabit sermaye oluşumu ((DSSO), bu seriyi hale getirmek için farkı alınmıştır), kamu nihai harcamaları (G), ihracat (X) ve ithalat (M)’dir. Örneklem, 1984.1 – 1998.1 çeyrek dönemleri kapsamaktadır. Granger nedensellik testinden elde edilen sonuçlar aşağıdadır (Tablo 3.35):

- 4 gecikme düzeyinde SH, OT’in % 90 olasılıklı Granger nedenselidir. OT’den, SH’ne doğru Granger nedensellik yoktur. Bu sonuç, Türkiye ekonomisinde özel tüketim harcamalarının sermaye girişleri ile desteklenmediğini gösterir.

- 8 gecikme düzeyinde SH, DSSO'nun %95 olasılıklı Granger nedenselidir. DSSO'ndan, SH'ne doğru Granger nedensellik yoktur.

Sermaye girişleri, sabit sermaye oluşumunda dikkate alınması gereken bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Daha güçlü bir nedensellik yerine zayıf bir nedensellik elde edilmesi, Türkiye ekonomisine giriş yapan doğrudan yatırımları düşük oranlarda olması ve spekülasyon kaynaklı sermaye girişini üretken alanlara gelmemesi ile açıklanabilir.

- 4 gecikme düzeyinde G, SH'nin % 95 ve 8 gecikme düzeyinde G, SH'nin % 90 olasılıklı Granger nedenselidir. SH'nden, G'na doğru Granger nedensellik yoktur.

Kamu nihai tüketim harcamalarından sermaye hareketlerine doğru elde edilen nedensellik, bu harcama kaleminin sermaye girişleri ile finanse edildiğini işaret etmektedir. Yurtiçi tasarrufların yetersizliği ve kamu harcamalarının finansmanına yönelik sıcak parayı teşvik eden iktisat politikaları sonucu reel faizlerin yükseltilmesi sermaye girişlerine yol açmaktadır. Yükselen reel faizlerin bir etkisi, CID açıklarını artırmasıdır. CID açıklarındaki artışların da sermaye girişini artırıcı etkisi vardır.

- 8 gecikme düzeyinde X, SH'nin % 90 olasılıklı Granger nedenselidir. 4 gecikme düzeyinde SH'nden X'a doğru % 90 olasılıklı Granger nedensellik vardır.

- 4 ve 8 gecikme düzeyinde M, SH'nin % 95 ve 12 gecikme düzeyinde M, SH % 90 olasılıklı Granger nedenselidir. 8 gecikme düzeyinde SH'nden M'a doğru % 90 olasılıklı Granger nedensellik vardır.

İthalat harcamalarından sermaye hareketlerine doğru elde edilen nedensellik, bu harcama kaleminin sermaye girişleri ile finanse edildiğini işaret etmektedir. Sermaye girişleri sayesinde ihracat olanakların üzerinde bir ithalat seviyesi sürdürülmektedir. İthalat harcamalarındaki artışın sermaye girişlerine yol açma mekanizması şu şekilde kurulabilir: İthalat harcamalarındaki artış ile büyüyen CID açıklarının finansı için yüksek reel faizler ve değerli döviz kuru politika araçları kullanılmakta ve sermaye girişi uyarılmaktadır.

TABLO 2.35: GAYRİ SAFİ YURTIÇİ MİLLİ HASILA BİLEŞENLERİ - SERMAYE HAREKETLERİ

H ₀ Hipotezi	Sonuç ⁽¹⁾	Gecikme	Gözlem	F-İstatistiği	Olasılık
OT, SH'nin nedenseli değildir	Kabul	4	57	1.78110	0.14808
	Kabul	8	53	1.46862	0.20300
	Kabul	12	49	0.97439	0.49802
SH, OT'in nedenseli değildir	Ret (*)	4	57	2.47094	0.05699
	Kabul	8	53	1.37605	0.23997
	Kabul	12	49	0.79133	0.65503
DSSO, SH'nin nedenseli değildir	Kabul	4	56	1.45716	0.23030
	Kabul	8	52	1.33805	0.25775
	Kabul	12	48	1.36487	0.25125
SH, DSSO'in nedenseli değildir	Kabul	4	56	1.58963	0.19268
	Ret (**)	8	52	2.86132	0.01472
	Kabul	12	48	1.23252	0.32049
G, SH'nin nedenseli değildir	Ret (**)	4	57	2.89786	0.03154
	Ret (*)	8	53	1.87128	0.09550
	Kabul	12	49	1.68424	0.13385
SH, G'in nedenseli değildir	Kabul	4	57	0.52246	0.71964
	Kabul	8	53	1.03832	0.42639
	Kabul	12	49	1.12508	0.38600
X, SH'nin nedenseli değildir	Kabul	4	57	1.77066	0.15022
	Ret (*)	8	53	1.84722	0.09999
	Kabul	12	49	1.20772	0.33299
SH, X'in nedenseli değildir	Ret (*)	4	57	2.10807	0.09431
	Kabul	8	53	1.75000	0.12025
	Kabul	12	49	1.21268	0.33000
M, SH'nin nedenseli değildir	Ret (**)	4	57	3.30523	0.01800
	Ret (**)	8	53	2.30759	0.04132
	Ret (*)	12	49	1.96590	0.07673
SH, M'in nedenseli değildir	Kabul	4	57	0.66969	0.61620
	Ret (*)	8	53	2.10318	0.06124
	Kabul	12	49	1.16418	0.36015

1) (***) , (**) ve (*) işaretleri, sırasıyla %1, %5 ve %10 önemlilik düzeylerini ifade eder.

SONUÇ

Bu araştırmada, GOÜ'e ve Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimi, nedenleri ve etkileri incelenmiştir. Araştırma, iki bölüm ve bir ekten oluşmuştur. İlk bölüm, GOÜ'e yönelik sermaye hareketleri ve ulusal ekonomiler üzerindeki etkilerini; ikinci bölüm ise Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri ve toplam talep üzerindeki etkilerinin sınanmasına yönelik yapılan ekonometrik uygulamaların değerlendirilmesini kapsamıştır. Ekte, IMF'in gözetimi altında olan dünya ülkelerinin sınıflandırılması yer almıştır.

Dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerinde denetim ve engellerin aşamalı olarak azaltılması, dünya ekonomisinde mal ve hizmet ticaretinin hacmini yükseltmiş, yüksek büyüme oranlarını devam ettirmek isteyen GOÜ'in dış kaynak ihtiyacını artırmıştır. Ulusal ekonomilerin dışa açılım süreçleri sonucunda, birbirine bağı ve dış gelişmeler oldukça duyarlı ekonomik yapılar meydana gelmiştir. 1980'li yılların ikinci yarısından 1990'lı yılların ilk yarısına geçildiğinde, toplam net sermaye hareketleri içindeki net özel sermaye hareketlerinin payındaki bir olağanüstü yükseliş olduğu gözlenmiştir. Sermaye hareketleri, önceki dönemlere göre daha kısa vadeli, daha spekülâtif ve daha yüksek bir dolaşım özgürlüğüne sahip bir niteliğe bürünmüştür. 1990'lı yıllarda GOÜ ekonomilerine yoğun miktarlarda giriş ve çıkış şeklinde, farklı eğilimler yaşanmıştır.

Yoğun sermaye girişleri, ev sahibi ülke ekonomisine ek kaynak kullanımı şeklinde sağladığı olumlu katkıların yanında, ekonomi yönetimine bir takım riskler ve ekonomik dengeleri sürdürme güçlükleri de getirmiştir. Bu riskler, zayıf finansal sektör ve tutarsız ekonomi politikaları uygulamalarında daha belirgin hale gelmiştir.

Yoğun sermaye girişleri, genel olarak ev sahibi ülkede toplam talebin aşırı artışına yol açmıştır. Bu toplam talep artışının ekonomi üzerine yansıması ise enflasyon oranlarında yükselme, cari işlemler bilançosu açıklarında artış ve reel döviz kurunun değer kazanması şeklinde olmuştur. GOÜ'den yoğun sermaye çıkışları, yurtiçi faiz oranları, döviz kurları ve döviz rezervleri üzerinde istikrarsızlıklar oluşturmuş; döviz kurlarının ve faizlerin dalgalanma sıklığı, hem başlangıçtaki olumsuz koşullardan, hem de sermaye hareketlerindeki dalgalanmalardan dolayı artmıştır.

1990'lı yıllarda, ortalama her iki yılda bir kur krizleri yaşanmış ve kur krizlerine yakalanmamak ya da krizlerin maliyetini düşürmek için iki farklı seçenek sunulmuştur. Bu seçeneklerden birincisi, bir ülkede çıkan kur krizinin domino etkisiyle tüm ülkeleri ekonomik, sosyal ve siyasal sıkıntılara sokmasına bir tepki olarak, sermaye hareketlerinin kısıtlanması veya vergilendirilmesi önerisidir. İkinci seçenek ise, spekülâtorlerin döviz kurlarına yönelik saldırılarını önlemek için, yurtiçi ve yurtdışı dengelerin gözetilerek, tutarlı ekonomi politikaların izlenmesidir.

Türkiye ekonomisinde sermaye hareketlerinin genel eğilimler, 1980 öncesi dönem ve 1980 sonrası dönem başlıkları altında incelenmiştir. 1980 öncesinde, ithal ikameci bir üretim ön plana çıkmış ve yapı üzerinde, korumacı dış ticaret politikası uygulanmıştır. Dışa kapalı bir ekonomik yapı üzerinde, resmi kurumlar aracılığıyla sınırlı miktarlarda sermaye girişleri olmuştur. 1980 sonrası dönemde, 24 Ocak Kararları ile dışa açık bir ekonomi ve serbest bir dış ticaret politikasına geçilmiştir. 1989 yılına kadar cari işlemler bilançosu serbestleştirilmiş ve finansal serbestliğe geçiş için hazırlıklar yapılmıştır. 1988 ekonomik durgunluğun ardından, 1989 yılının Ağustos ayında çıkarılan 32 Sayılı Kanun Hükmündeki kararname ile sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. 1990'lı yıllarda Türkiye ekonomisi, diğer GOÜ'de olduğu gibi yoğun sermaye girişlerine ve çıkışlarına sahne olmuştur.

Uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisindeki yeri ve ekonomi üzerine etkileri, son bölümde sunulmuştur. Türkiye, oldukça liberal yabancı sermaye mevzuatı, yüksek reel faiz ve yüksek hisse senedi getirilerine rağmen, sermaye hareketlerinden yeterince yararlanamamıştır. En yüksek hacimli sermaye girişlerinin gerçekleştiği 1993, 1996 ve 1997 yıllarında GSMH'nin % 4'ün üzerinde uluslararası sermaye ithal edebilmiştir.

Sermaye girişinin yetersizliği, 1980 öncesinde liberal mevzuatın muhafazakar tutumla uygulanmasından, siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklardan; 1980 sonrasında ise sıkça uygulanan seçim ekonomisi sonucu hükümetlerin çok sık değişmesiyle oluşan ekonomik-siyasi istikrarsızlıklardan ve yapısal sorunların çözümünü sürekli ileriye atan kısa vadeli politikalardan kaynaklanmıştır.

1950-1990 arası dönemde Türkiye, her on yıllık dönemin sonlarında krize girmiş ve IMF istikrar programı ile 2-3 süren bir stagflasyon dönemi sonucu krizi atlatarak tekrar büyüme sürecine girmiştir. 1990'lı yıllarda finansal krizler, ortalama her üç yılda bir (1991,1994,1997-1998) yaşanmış ve 1-2 yıl sürmüştür. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, finansal krizlere yakalanma sayısını arttırmış ancak krizleri atlatma süresini kısaltmıştır. Ekonomik, siyasi ve sosyal alanda uzun dönemli istikrarın sağlanamaması, sermaye hareketlerinin bileşenini ve istikrarını etkilemiştir. Türkiye, makroekonomik dengelerini kurmadan sermaye hareketlerini serbestleştirmiştir. Ekonomide yatırım ortamını gösteren faiz haddi ve döviz fiyatı, makro dengesizliklerden ve sermaye girişlerinin makro dengesizliğin devam etmesine yönelik katkısından dolayı yüksek ve istikrarsız bir tablo sergilemiştir. Yerli ve yabancı yatırımcıların yurt dışından ulusal ekonomiye spekülasyon amaçlı sermaye girişi sağlaması, kısa vadeli dış borçların birikmesine ve ulusal ekonomilerin küçük şoklara bile duyarlı hale gelmesine yol açmıştır. Türkiye ekonomisinde sermaye hareketlerinin büyük bir bölümü kısa vadeli spekülasyon amaçlı fonlardan (KVSH ve PY) oluşmuş ve ardışık yıllarda farklı eğilimler göstererek istikrarsız bir tablo çizmiştir. Yüksek reel faizler, siyasal ve ekonomik istikrarsızlıklar, doğrudan yatırımları dışlamıştır.

Birikimli olarak net sermaye hareketleri içerisindeki en yüksek pay, KVSH'ne ve en düşük pay ise DY'na ait olmuştur. 1984.1-1999.1 döneminde birikimli olarak DY'nın payı, % 16; PY'nın payı, % 20; UVSH'nin payı, % 21 ve KVSH'nin payı, % 43 civarında olmuştur. Bu oranlara göre, giriş yapan sermayenin büyük bölümü, para ve sermaye piyasasına yönelen niteliktedir. Pozitif dışsallıklarıyla ülke ekonomisine en fazla olumlu katkısı bulunan DY'nın payı, diğer sermaye türlerinin paylarına göre çok düşük düzeyde kalmıştır. Türkiye ekonomisinde hisse senetlerine yapılan yatırımlar, kamu borç senetlerine yapılan yatırımlardan daha az önemli olmuştur.

Türkiye ekonomisi için sermaye hareketlerinin hangi unsurlardan ne derece etkilendiğinin araştırılması için net sermaye hareketleri (SH), cari işlemler dengesi (CID), gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH), faiz ve döviz kuru farklılıklarını içeren korunmasız faiz paritesi (KFP) ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal 100 Endeksinin değişim oranı (IMKB) değişkenleri seçilmiştir. SH ile belirleyicileri arasındaki regresyon sonuçları, teorik beklentileri desteklemiştir.

Sermaye hareketlerinin toplam talep artışında ne denli etkili olduğu sorusu, sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkilerinin araştırılmasında temel alınmıştır. Ekonometrik çalışma konusu, bu temel soru doğrultusunda oluşturulan hipotezlerinin sınanmasını içermiştir.

Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi, Granger Nedensellik yöntemine göre araştırılmıştır. SH ile CID arasında çift yönlü ve kuvvetli bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Bu sonuca göre, cari işlemler açıkları, sermaye hareketleri bilançosunda fazlalık (sermaye girişi) ve yoğun sermaye girişleri de cari işlemler bilançosunda açık oluşumunda oldukça etkilidir. Türkiye ekonomisinde yoğun miktarda sermaye girişleri, CID’nde açıklara yol açmaktadır. CID açıklarına en fazla duyarlı alt bileşen KVSH’dir. CID açıkları, Türkiye ekonomisinde KVSH ile kapatılmakta ve yoğun KVSH de aynı şekilde CID’nde bir sapmaya neden olmaktadır.

VAR analizi kapsamında elde edilen etkiye-tepki fonksiyonlarına göre toplam talep, reel ve parasal şoklar nedeniyle uzun dönem dengesinden küçük miktarlarda kalıcı bir sapma göstermektedir. SH’den gelen şoka, GSYİH’nin pozitif yönde tepki vermesi, Türkiye ekonomisinde SH’nin GSYİH üzerinde pozitif yönde bir etkisi olduğunu doğrulamaktadır. Hem reel hem de SH’ni etkileyen unsurlara gelen şoklar ise SH üzerinde yüksek bir derecede değişkenliğe yol açmaktadır.

SH’nin hangi toplam talep bileşeni ile ne yönde bir nedensellik ilişkisi olduğu araştırılmış, kamu nihai tüketim ve ithalat harcamalarından sermaye hareketlerine doğru nedensellik elde edilmiştir. Elde edilen bu sonuç, kamu nihai tüketim ve ithalat harcamalarının finansının, sermaye girişleri ile sağlandığını gösterir. Bu kalemlerin finansı için ulusal ekonomiye sermaye girişini sağlamaya yönelik yüksek reel faizler ve değerli döviz kuru politika araçları kullanılmıştır. Makro dengesizliklerin kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmesine yönelik politika uygulamaları, ekonomik sorunlara sadece kısa dönemli çözüm olmuştur.

Bu genel sonuçlara göre, Türkiye ekonomisinde sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların önlenmesi için makro ekonomik dengelerin kurulmasının yanında, dışa açık hassas ekonomik yapıda iç ve dış ekonomik dengelerin gözetilerek tutarlı politikalar izlenmesi zorunludur.

KAYNAKLAR

- Akman, Vedat (1998). *Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz: Asya Krizi Sonrası Ve Muhtemel Etkileri (1.Baskı)*, İstanbul: Rota Yayınları.
- Aksoy, Tamer (1998). *Çağdaş Bankacılıktaki Son Eğilimler Ve Türkiye 'de Uluslararası Bankacılık (1.Baskı)*. Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:109, Ankara: Tisamat Basım Sanayii.
- Alpar, Cem (1980). *Çok Uluslu Şirketler Ve Ekonomik Kalkınma (3.Baskı)*, Ankara: Turhan Kitabevi.
- Alpar, Cem (1992). "Yabancı sermaye kaynakları", *Türkiye Ekonomi Kurumu, Türkiye Ekonomisi Sektörel Gelişmeler*. Yayına hazırlayanlar: Çelik Aruoba ve Cem Alpar, ss.207-216, Ankara: Özyurt Matbaacılık.
- Atabay, Gülden ve Mert Ülker (1998). "Kur Çıpası-Enflasyona İlaç mı?", *Global Bülten*, Mart.
- Berksoy, Taner ve Burak Saltoğlu (1998). *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:1998-58.
- Boratav, Korkut (1988). *Türkiye İktisat Tarihi, 1908-1985*, İstanbul: Gerçek Yayınevi.
- Celesun, Oya, Cevdet Denizer and Dong He (1998). "Capital Flows, Macroeconomic Management, and the financial system: The Turkish Case, 1989-97" *World Bank Working Paper 2141*. İnternet yoluyla alınan dosya, internet adresi:
<http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps2000series/wps2141/wps2141.pdf>
- Corbo, V. ve Hernandez, L. (1994). "Macroeconomic adjustment to capital inflows, Latin Amerika style versus East Asian style" " *World Bank Policy Research Working Paper 1377*.

Dornbusch, Rudi ve Stanley Fischer (1998) *Makroekonomi (1. Baskı)*, çeviri editörü: Erhan Yıldırım; çevirenler: Salih Ak, Mahir Fisunoğlu ve Refia Yıldırım. İstanbul: McGraw-Hill - Akademi.

Dornbusch, Rudi (1998). "Asian Crisis Themes", MIT, İnternet yoluyla alınan dosya, internet Adresi : <http://web.mit.edu/rudi/www/asianc.html>

Economagic Time Series Page. İnternet adresi: <http://www.economagic.com/>

Edwards, Sebastian (1997). "Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik liberalizasyonun sıralanması", çeviren: Harun Bal, İşletme ve Finans Dergisi, ss.55-63, Nisan.

Ekinci, Nazım K.(1998). "Türkiye ekonomisinde büyüme ve kriz dinamikleri", *Toplum ve Bilim* 77. Sayı, Sayfa:7-28

Enders, Walter (1995). *Applied Econometric Time Series*, USA: John Wiley&Sons, Inc.

Ertek, Tümay (1996). *Ekonometriye Giriş(2.Baskı)*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.

Esen, Oğuz (1990). "Gelişmekte Olan Ülkelerden sermaye kaçıışı: Ölçülmesi, nedenleri ve sonuçları", *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Sayfa: 39-47, Mayıs.

Esquivel, Gerardo ve Felipe Larrain (1998). "Explaining Currency Crises". İnternet yoluyla alınan dosya, internet Adresi : <http://www.hiid.harvard.edu/pub/other/explainfinal.pdf>

Frankel, Jeffrey A.(1998). "The Asian Model, The Miracle, The Crisis and The Fund", The U.S. International Trade Commission, ". İnternet yoluyla alınan dosya, internet Adresi : <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/EACRITC.pdf>

Göktaş, Abdülkadir (2000). *Küresel Kriz Ve Türkiye (1. Baskı)*, Ankara: Özen Yayıncılık.

Guitian, Manuel (1998). "The challenge of managing global capital flows",
Finance&Development, Sayfa: 14-17, June.

Gujarati, Damodar N. (1999). *Temel Ekonometri (1.Baskı)*, çevirenler: Ümit Şenesen ve
Gülay Günlük Şenesen, İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Gültaş, Hakan (1994). "5 Nisan Kararları: Nasıl gelindi, neler oldu, neler olabilir?",
İktisat Dergisi, ss.9-12, Mayıs-Haziran.

Hazine Müsteşerlığı Web Sitesi, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü,
İnternet Adresi: <http://www.treasury.gov.tr/stat/yabser>

Hirst, Paul ve Grahame Thompson (1998). *Küreselleşme Sorgulanıyor (1. Baskı)*,
çevirenler: Çağla Erdem, Elif Yücel, Ankara: Dost Kitapevi Yayınları.

Işığışok, Erkan (1994). *Zaman Serilerinde Nedensellik Çözümlemesi*, Uludağ
Üniversitesi Güçlendirme Vakfı Yayın No:94. Bursa: Uludağ Üniversitesi
Basımevi.

İlyas, Atilla İ.(1998). *Asya Krizi, Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi
Üzerindeki Etkileri*, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1998-47.

IMF- World Bank Special Issue, Economic Dialogue Turkey, Issue: 44, October 1998.

IMF-*Economic Issues* 17 (1998), Liberalizing capital movements:Some analytical
issues.

IMF- *World Economic and Financial Surveys*, Aralık 1998. İnternet yoluyla alınan
dosya, internet adresi:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1297/pdf/1298sta.pdf>

İMKB, Web Sitesi, Portföy Yatırımları ve Uluslararası Tanınmalar ve Üyelikler,
İnternet Adresi: <http://www.imkb.gov.tr/yabanci/portfoy.htm>

<http://www.imkb.gov.tr/genel/taninma.htm>

Karacan, Ali İhsan (1997). *Bankacılık ve Kriz (1.Baskı)*, İstanbul: Creative Yayıncılık.

Karaosmanoğlu, Atilla (1996). “Küreselleşme ve ulus devlet”, *İktisat Dergisi*, sayı:358, Ağustos ss.17-20. İstanbul: Melissa yayıncılık

Karlık, Rıdvan (1997). *Türkiye Ekonomisi (5.Baskı)*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.

Karsak, E. Ertuğrul (1995). “Meksika'da yaşanan ekonomik gelişmeler ve diğer gelişmekte olan piyasalara etkileri”, *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Sayfa: 35-40, Haziran 1995.

Kazgan, Gülten (1995). *Yeni Ekonomik Düzen'de Türkiye'nin Yeri (2.Baskı)*, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.

Kazgan, Gülten (1999). *Tanzimat'tan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi (1.Baskı)*, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.

Kepenek, Yakup ve Nurhan Yentürk (1997). *Türkiye Ekonomisi (9.Baskı)*, İstanbul: Remzi Kitabevi.

Keyder, Nur (1996). *Para Teori-Politika-Uygulama (5.Baskı)*, Ankara: Bizim Büro Basımevi.

Khan, Mohsin S. and Nadeem Ul Haque (1987). “Capital flight from developing countries”, *Finance & Development*, sayfa: 2-5, March.

Knight, Malcolm. (1998).). “Developing Countries and the globalization of financial markets”, *IMF Working Paper WP/98/105*. İnternet yoluyla alınan dosya, internet adresi: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp98105.pdf>

Krugman, Paul (1997). “Currency Crises”, MIT. İnternet yoluyla alınan dosya, internet Adresi : <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>

- Mallampally, Padma and Karl P. Sauvart (1999). "Foreign direct investment in Developing Countries", *Finance&Development*, IMF, Sayfa. 34-37, Mart 1999.
- Mejia, Alejandro L. (1999). "Large capital flows: A survey of the causes, consequences, and policy responses", *IMF Working Paper WP/99/17*. İnternet yoluyla alınan dosya, internet adresi: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9917.pdf>
- Oğuz, Hacer (1996). "Devresel dalgalanma teorileri, yapısal vektör otoregresyon yöntemi ve Türk ekonominin çeşitli şoklara tepkisi" HÜ. İİBF Dergisi, Cilt 14, Sayı 2, ss.55-80
- Oktar, Suat (1988). *Dış Borç Krizi Üzerine*, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Oyan, Oğuz (1998). *Türkiye Ekonomisi: Nerden Nereye? (2. Baskı)*, Ankara : İmaj Yayınevi.
- Plihon, Dominique (1995). *Döviz kurları (1.Baskı)*. Çevirenler: Mehmet Bolak, Haluk Levent ve Ertuğrul Tokdemir. İstanbul: İletişim Yayınları
- Sayım, Muzaffer (1995). "Türkiye'den sermaye kaçıışı", *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Sayfa: 47-58, Haziran 1995.
- Seyidoğlu, Halil (1996). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama (11. Baskı)* , İstanbul: Güzem Yayınları no.11.
- Sönmez, Sinan (1998). *Dünya Ekonomisinde Dönüşüm (1.Baskı)*, Ankara: İmge Kitabevi.
- Şatıroğlu, Kadir D. (1984). *Çok Uluslu Şirketler*. Ankara: Ankara Üniversitesi, Siyasi Bilimler Fakültesi Yayını.
- Şahin, Hüseyin (1997). *Türkiye Ekonomisi (4.Baskı)*, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.

Şenses, Fikret (1998). “Kriz, dış yardım ve neoliberal politikalar””, *Toplum ve Bilim* 77. Sayı, Sayfa:28-44

Uras, T. Güngör (1979). *Türkiye 'de Yabancı Sermaye Yatırımları (1.Baskı)*, İstanbul: Formül Matbaası.

Ünsal, Necla, Ece Nakipoğlu ve Orhan Pazarcık (1989). *Türkiye 'de Dış Kredi Kullanımı*. Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları: 380, Ankara: Yeniçağ Basın-Yayın Sanayi ve Ticaret Ltd.Şti

T.C. Merkez Bankası, Üç Aylık Ve Yıllık Bültenler.

Yamak, Rahmi (1997). *Yeni Klasik Makroekonomik Modelin Politika Etkisizliği Hipotezi: Literatür Ve Türkiye Örneği (1.Baskı)*. Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:67, Ankara: Tisamat Basım Sanayii.

Yıldızoğlu, Ergin (1996). *Globalleşme ve Kriz (1. Baskı)*, İstanbul: Alan yayıncılık: 167, Düşünce Dizisi:37.

Yıldırım, Nuri (1979). *Uluslararası Şirketler*. İstanbul: Cem Yayınevi

Wong, Charng-Huey and Luis Carranza (1998). “Policy responses to external imbalances in emerging market economies”, *IMF Working Paper WP/98/103*.
İnternet yoluyla alınan dosya, internet adresi:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp97103.pdf>

EK 1

DÜNYA ÜLKELERİNİN SINIFLANDIRILMASI²³

IMF, dünya ülkelerini üç temel kategoriye ayırır: Sanayileşmiş Ülkeler (SÜ), Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) ve Geçiş Sürecindeki Ülkeler (GSÜ). Bu gruplar, IMF gözetiminde olan ülkelere oluşur. Dolayısıyla, bu grupların dışında olan ülkeler, IMF gözetiminde olmayan (Kuzey Kore, Küba, v.b.) ülkelerdir. Ayrıca, ekonomisi hakkında veri bulunmayan San Marino da bu grupların dışında kalmıştır.

Sınıflandırılan dünya ülkelerinin, dünya toplamında ve kendi grupları toplamında ne kadar, gsyih, mal-hizmet ihracatı ve nüfus, paylarına sahip oldukları Tablo Ek1.1'de verilmiştir.

TABLO EK 1.1: ÜLKE GRUPLARININ TOPLAM GSYİH, MAL-HİZMET İHRACATI VE NÜFUSTAN ALDIKLARI PAYLAR, 1998¹

ÜLKE GRUPLARI	ÜLKE SAYILARI	GSYİH		MAL VE HİZMET İHRACATI		NÜFUS	
		SÜ	Dünya	SÜ	Dünya	SÜ	Dünya
SÜ	28	100,0	55,4	100,0	77,9	100,0	15,6
BSÜ	7	80,2	44,4	63,3	49,3	74,5	11,6
DSÜ	21	19,8	11,0	36,7	28,6	25,5	4,0
		GOÜ	Dünya	GOÜ	Dünya	GOÜ	Dünya
GOÜ	128	100	39,8	100,0	17,7	100,0	77,5
Afrika	51	8,3	3,3	10,2	1,8	15,4	11,9
Asya	27	57,5	22,8	45,9	8,1	67,4	52,2
Latin Amerika	33	22,5	8,9	24,8	4,4	10,8	8,4
O. Doğu ve Avrupa	17	11,7	4,7	19,2	3,4	6,4	5,0
		GSÜ	Dünya	GSÜ	Dünya	GSÜ	Dünya
GSÜ	28	100,0	4,8	100,0	4,4	100,0	6,9

Açıklamalar: 1) GSYİH payları, ülke gsyih'ların satın alma gücü paritesi değerlerine dayanır.

²³ Ek1, IMF kuruluşu Dünya Ekonomik Görünüm yayınına, Mayıs 1999 sayısının İstatistiksel Ek bölümünden (ss.128-136) yararlanılarak hazırlanmıştır.

EK1.1. SANAYİLEŞMİŞ ÜLKELER

28 ülkeden oluşan Sanayileşmiş ülkeler grubunda, en büyük gsyih'ya sahip olan yedi ülke, Başlıca Sanayileşmiş Ülkeler (BSÜ) olarak adlandırılmaktadır. Başlıca Sanayileşmiş Ülkeler alt grubunun dışında kalan Sanayileşmiş Ülkeler ise Diğer Sanayileşmiş Ülkeler (DSÜ) adını almaktadır (Tablo Ek1.2).

TABLO EK1.2: SANAYİLEŞMİŞ ÜLKELER

	Avrupa Ülkeleri	Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkeleri	Diğer Ülkeler
Başlıca Sanayileşmiş Ülkeler	Almanya Fransa İngiltere İtalya		ABD Japonya Kanada
Diğer Sanayileşmiş Ülkeler	Avusturya Belçika Danimarka Finlandiya Hollanda İrlanda İspanya İsveç İsviçre İzlanda Lüksembourg Norveç Portekiz Yunanistan	Hong Kong G. Kore Singapur Tayvan	Avustralya İsrail Yeni Zelanda

EK1.2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

GOÜ'nin kendi içerisinde sınıflandırılması ise, ülkelerin bulunduğu coğrafi bölgelere göre yapılmaktadır. Bu ayrıma göre GOÜ, alfabetik sıraya göre, Afrika, Asya, Latin Amerika ve, Orta Doğu ve Avrupa olarak 4 coğrafi bölgeye dağıtılmaktadır²⁴.

²⁴ GOÜ coğrafi bölgelerin yanında, ihracat kazançları (Petrol, imalat, hammadde, hizmet-gelir-ve-özel transferler, çeşitlendirilmiş ihracat kazançları); finansal kriterlere (net kreditor ülkeler: 1997 sonunda pozitif net dış varlıklara sahip olan ülkeler, net borçlu ülkeler: Bu ülkeler de dış finansman kaynaklarına göre kendi içlerinde alt gruplara ayrılırlar) göre coğrafi bölgeler içerisinde yeni bir sınıflandırma yapılmaktadır.

TABLO EK1.3 : AFRİKA

Angola	Gine	Mascarene	Somali
Basuto	Güney Afrika	Moritanya	Sudan
Burundi	Güney Batı Afrika	Mozambik	Svaziland
Cezayir	Habeşistan	Nijer	Tanzanya
Cibuti	İspanya Guineası	Nijerya	Togo
Çad	Kamerun	Orta Afrika	Tunus
Dahomey	Kenya	Portekiz Guineası	Uganda
Eritre	Komor Adaları	Rhodesia	Volta
Fas	Kongo	Ruanda	Yeşil Burun Adaları
Fildişi Sahili	Liberya	Sao Tome	Zaire
Gabon	Madagaskar	Senegal	Zambiya
Gambiya	Malavi	Seychelles Adaları	Zimbabve
Gana	Mali	Sierra Leone	

TABLO EK 1.4: ASYA

Afganistan	Fiji	Malezya	Solomon Adaları
Bangladeş	Filipinler	Marshall Adaları	Sri Lanka
Bhutan	Hindistan	Micronesia	Tayland
Birmanya	Kamboçya	Nepal	Tonga
Brunei	Kiribati Adaları	Pakistan	Vanuatu
Çin	Laos	Papua Yeni Gine	Vietnam
Endonezya	Maldiv	Samoa	

TABLO EK1.5: LATİN AMERİKA

Antigua-Barbuda	Dominikan Cumhuriyeti	Kolombiya	St. Vincent-Grenadines
Arjantin	Ekvator	Kosta Rika	Surinam
Aruba	El Salvador	Meksika	Şili
Bahama Adaları	Grenada	Nikaragua	Tirinidad-Tobago
Barbados	Guatemala	Panama	Uruguay
Beliza	Guyana	Paraguay	Venezüella
Bolivya	Haiti	Peru	
Brezilya	Honduras	St. Kitts-Nevis	
Dominik	Jamaika	St. Lucia	

TABLO EK1.6: ORTA DOĞU VE AVRUPA

Bahreyn	Kıbrıs	Malta	Türkiye
Birleşik Arap Emirlikleri	Kuveyt	Mısır	Umman
Irak	Libya	Suudi Arabistan	Ürdün
İran	Lübnan	Suriye	Yemen
Katar			

EK1.3. GEÇİŞ SÜRECİNDEKİ ÜLKELER

Bu grup, Doğu Avrupa, Rusya, bağımsızlığa kavuşan Sovyetler Birliği'nin eyaletleri ve Moğolistan'dan oluşmaktadır. Bu gruba giren ülkeler, Soğuk Savaş Dönemi'nde merkezi planlama ile ekonomileri yönlendirilen ülkeler ve bu ülkelerden siyasi olarak ayrılarak bağımsızlıklarını kavuşan ülkelerdir. Bu ülkeler, piyasa ekonomisine geçiş süreci içerisindeyler. GSÜ, kendi içerisinde üç alt gruba ayrılmaktadır: Orta ve Doğu Avrupa Ülkeleri, Rusya, Kafkas ve Orta Asya Cumhuriyetleri.

TABLO EK1.7. GEÇİŞ SÜRECİNDEKİ ÜLKELER

Orta ve Doğu Avrupa	Rusya	Kafkas ve Orta Asya Cum.
Arnavutluk	Rusya	Azerbaycan
Beyaz Rusya		Ermenistan
Bosna-Hersek		Gürcistan
Bulgaristan		Kazakistan
Hırvatistan		Kırgızistan
Çek Cumhuriyeti		Moğolistan
Estonya		Özbekistan
Macaristan		Tacikistan
Letonya		Türkmenistan
Litvanya		
Makedonya		
Moldovya		
Polonya		
Romanya		
Slovak Cumhuriyeti		
Slovenya		
Ukrayna		
Yugoslavya (Sırbistan-Karadağ)		



ADI VE SOYADI : ALİ ACARAVCI
DOĞUM YERİ : KARAİSALI / ADANA
DOĞUM TARİHİ : 13.05.1974
UYRUĞU : T.C.
MEDENİ HALİ : BEKAR
MESLEĞİ : ÖĞRETİM ELEMANI
ÜNVANI : ARAŞTIRMA GÖREVLİSİ
(İKTİSAT POLİTİKASI ANABİLİM DALI)
ÇALIŞTIĞI KURUM : ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ,
İKTİSADİ VE İDARİ BİLİMLER FAKÜLTESİ
İŞ TELEFONU : 0322-2250474, 0322-2250475, 0322-2250477
E-MAIL : acaravci@mail.cu.edu.tr
acaravci@yahoo.com

EĞİTİM DURUMU:

1993-1997 ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ,
İKTİSADİ VE İDARİ BİLİMLER FAKÜLTESİ, İKTİSAT BÖLÜMÜ
1997-2000 ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ,
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ, İKTİSAT ANABİLİM DALI

ÇALIŞMA ALANI: AÇIK EKONOMİ MAKROİKTİSADİ