

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

**KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN
MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE
ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

SİNAN KAYGUSUZ

GAZİANTEP
MART 2014

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

**KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN
MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE
ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

SİNAN KAYGUSUZ

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Tuba DİREKÇİ

GAZİANTEP
MART 2014

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

**Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler Üzerine
Etkisi: Türkiye Örneği**

Sinan KAYGUSUZ

Tez Savunma Tarihi:

Sosyal Bilimler Enstitüsü Onayı

Doç. Dr. Hilmi BAYRAKTAR
Sosyal Bilimler Enst.
Müdürü
Enst. Müdürü

Bu tezin Yüksek Lisans tezi olarak gerekli şartları sağladığımı onaylarım.

A. Savaş
Enstitü ABD Başkanı

Bu tez tarafımda okunmuş, kapsamı ve niteliği açısından bir Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

T. DİREKÇİ

Doç. Dr. Tuba DİREKÇİ
Tez Danışmanı

Bu tez tarafımızca okunmuş, kapsam ve niteliği açısından bir Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri:

Doç. Dr. Ömer ÖZÇİÇEK

Doç. Dr. Tuba DİREKÇİ

Doç. Dr. H. Ali ATA

İmzası
Ömer Özçiçek
T. DİREKÇİ
H. Ali Ata

ÖZET

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİ; TÜRKİYE ÖRNEĞİ

KAYGUSUZ, Sinan

Yüksek Lisans Tezi, İktisat ABD

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Tuba B. Direkçi

Mart 2014

Uluslararası ekonomide yaşanan önemli iktisadi olaylardan bir tanesi finansal serbestleşme sonucu ortaya çıkan uluslararası sermaye hareketleridir. Ekonomik büyümeyi sağlayacak sermaye açığını gidermek, artan kamu borç stoğunun finansmanını sağlamak ve uluslararası piyasalara entegre olmak gibi bir takım beklentiler ile dış finansal serbestleşmeyi gerçekleştiren Türkiye, gelişmiş uluslararası piyasalara göre sunmuş olduğu yüksek getiriden dolayı, 32 sayılı karar ile birlikte, kısa vadeli yabancı sermayenin hareket alanına girmiş ve bu tarihten itibaren sermaye hareketlerinde artış yaşanmıştır. Fakat yabancı yatırımcının Türkiye'ye yönelmesindeki amaç ile Türkiye'nin yabancı sermayeden beklentilerinin birbirine zıt bir durum ortaya çıkardığı görülmektedir. Zira ekonomik büyümeyi sağlayacak yabancı sermayenin istikrarlı ve uzun vadeli olması gerekirken, Türkiye'ye dış finansal liberalizasyona geçişle birlikte yönelen sermayenin, faiz ve kur arbitrajına dayanan geri dönüş kabiliyeti yüksek portföy yatırımı şeklinde olması, istenilen etkiyi ortaya çıkaramamıştır. Bunun aksine daha önce öngörülemeyen ve birçok gelişmekte olan ülkenin de yaşamış olduğu kriz dönemleri yaşanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal serbestleşme, Yabancı sermaye, Ekonomik büyüme

ABSTRACT

THE EFFECT OF SHORT TERM MOBILIZATION OF CAPITAL ON MACRO ECONOMIC PARAMETERS; TURKEY SAMPLE

KAYGUSUZ, Sinan

Post Graduate Thesis, Economy USA

Thesis Adviser: Doç. Dr. Tuba B. Direkçi

March 2014

One of the key economic events in the international economy as a result of the financial liberalization of international capital movements. Turkey which performs out financial releases with expactations such as satisfiying capital gap enabling economic grow and financing increasing public dept budget and to be integrated with international markets, has entered movement area of foreign capital in short-term with numbered 32 decision due to the high profit compare with international markets and from this date, the increase has been occured in capital movements. Here, a contrary situation is seen between the aim of foreign investor in trending towards Turkey and expactations of Turkey from the foreign capital. However, while foreign capital enabling economic grow must be stable and long run, the capital, trending towards Turkey with transition to out financial liberalization, being in the shape of portfolio investment which has a high ability of loopback basing on interest and course arbitrage cannot show intended effect. Contrary, to this a crisis session has been experienced which is not foreseen and also many developing countries has lived.

Key Words: Financial release, Foreign capital, Economic grow

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖZET	i
ABSTRACT	ii
İÇİNDEKİLER	iii
TABLolar LİSTESİ	vi
ŞEKİL ve GRAFİKLER LİSTESİ	vii
KISALTMALAR LİSTESİ	viii
1.GİRİŞ	1
2.ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI, NEDENLERİ VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN ÖZELLİKLERİ	2
2.1. SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI	2
2.2. SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ	5
2.2.1. Çekici Faktörler	7
2.2.2. İtici Faktörler	9
2.3.SERMAYE HAREKETLERİ HESABI KALEMLERİ	10
2.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar	12
2.3.2. Portföy Yatırımları	14
2.3.3. Diğer Yatırımlar	15
2.3.3.1. Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri	15
2.3.3.2. Kısa vadeli sermaye hareketleri	16
2.3.3.2.1. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin tanımı	16
2.3.3.2.2. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin nedeni ve özellikleri ..	18
2.4.KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİ ETKİLERİ	20
2.4.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri	20
2.4.1.1.Kısa vadeli sermaye hareketlerinin tüketim ve yatırıma etkisi ...	22
2.4.1.2. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyüme üzerine etkisi	22
2.4.1.3. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin dış denge üzerine etkisi	23
2.4.1.4. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuruna etkisi	24

2.5. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN SEBEP OLDUĞU EKONOMİK KRİZLER VE SERMAYE HAREKETLERİNİN DENETİMİ	26
2.5.1. Ekonomik Krizin Tanımı	26
2.5.1.1. Reel krizler	28
2.5.1.2. Finansal krizler	28
2.5.1.3. Borç krizleri	30
2.5.1.3.1. Para krizleri (Döviz krizleri)	32
2.5.1.3.2. Bankacılık krizleri ve sonuçları	34
2.5.2. Sermaye Hareketlerinin Kontrolü	35
2.5.2.1. Sermaye kontrolü türleri	39
2.5.2.1.1. Doğrudan kontroller	39
2.5.2.1.2. Dolaylı kontroller	40
2.5.2.1.3. Tobin Vergisi	42
3. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİSİ	45
3.1. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ	45
3.1.1. 1980 Öncesi Türkiye Ekonomisi ve Sermaye Hareketleri	45
3.1.2. 1980 Sonrası Finansal Serbestleşme ve KVSH	49
3.1.2.1. Faiz oranlarına yönelik düzenlemeler	51
3.1.2.2. Kambiyo rejimine yönelik düzenlemeler	53
3.1.2.3. Sermaye Piyasasının oluşturulmasına yönelik düzenlemeler ...	54
3.1.2.4. Merkez Bankası ve bankacılık sistemine yönelik düzenlemeler	55
3.1.2.5. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesine yönelik düzenlemeler	56
3.2. TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ	57
3.2.1. 1980-1990 Yılları Arası KVSH	57
3.2.2. 1991-2000 Yılları Arası KVSH	58
3.2.2.1. 1994 Krizi	61
3.2.3. 2000 Sonrası Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	63
3.2.3.1. 2001 Krizi	63
3.3. TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİ	65

3.3.1. Döviz Kurları Üzerine Etkisi	65
3.3.2. Faiz Oranları Üzerine Etkisi	69
3.3.3. Büyüme Üzerine Etkisi	72
3.3.4. Cari İşlemler Üzerine Etkisi	74
4.ARD L ANALİZİ	78
TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİNİN ANALİZİ	78
4.1. GİRİŞ.....	78
4.2. LİTERATÜR	78
4.3.VERİ ve METODOLOJİ	81
4.3.1. Veri	81
4.3.2. Yöntem	82
4.3.2.1. Augmented Dickey Fuller Birim Kök Testi	82
4.3.2.2. Philips-Perron Birim Kök Testi	82
4.3.2.3. ARDL Sınır Testi	83
4.3.2.4. Toda-Yamato Granger Nedesellik Testi	86
4.3.3. Ampirik Bulgular	87
4.3.3.1. Birim Kök Testi Sonuçları.....	87
4.3.3.2. ARDL Sınır Testi Sonuçları.....	88
4.3.3.3. Nedesellik Testi Sonuçları.....	89
4.4. BULGULAR VE ÖNERİLER	90
5.BÖLÜM: SONUÇ	93
KAYNAKÇA	98

TABLÖLAR

Tablo 2.1. Ödemeler Bilançosu Şematik Yapısı

Tablo 2.2. Finansal Liberalizasyon ve Krizler

Tablo 2.3. Sermaye Kontrollerinin Amaçları

Tablo 3.1. 1950-1960 Döneminde Sermaye Hareketleri (Milyon \$)

Tablo 3.2. 1961–1974 Döneminde Sermaye Hareketleri (Milyon \$)

Tablo 3.3. 1980 İstikrar Programı Hedefleri

Tablo 3.4. Mevduat Faiz Oranlarının Gelişimi 1980-1993 (%)

Tablo 3.5: Türkiye’de Yaşanan Ekonomik Krizlerin Anatomisi

Tablo 3.6. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri-Reel Efektif Döviz Kuru İlişkisi

Tablo 3.7. DİBS ve Mevduat Faiz Oranları

Tablo 4.1. Literatür Özeti

Tablo 4.2. ADF Birim Kök Testi Sonuçları Değerleri

Tablo 4.3. PP Birim Kök Testi Sonuçları

Tablo 4.4. ARDL Testi İçin F Değeri ve Kritik Değer Sonuçları

Tablo 4.5. Uzun Dönem ARDL (1,0,0,0,0) Modeli

Tablo 4.6. Kısa Dönem ARDL (1,0,0,0,0) Modeli

Tablo 4.7. Toda-Yamamoto Granger Nedensellik Sonuçları

ŞEKİL ve GRAFİKLER

Şekil 2.1. Ekonomik Krizlerin Oluştukları Piyasalara Göre Sınıflandırılması

Grafik 3.1. 1980-1990 Yılları Arası Sermaye Hareketleri

Grafik 3.2. 1991-2000 Yılları Arası Sermaye Hareketleri

Grafik 3.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri - Reel Efektif Döviz Kuru İlişkisi

Grafik 3.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri - Büyüme Oranları Arasındaki İlişki

Grafik 3.5. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri - Cari İşlemler Hesabı İlişkisi

KISALTMALAR

- AB: Avrupa Birliği
ABD: Amerika Birleşik Devletleri
DİBS: Devlet İç Borçlanma Senedi
DPT: Devlet Planlama Teşkilatı
DTÖ: Dünya Ticaret Örgütü
EVDS: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
GATT: Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla
IBRD: Dünya Bankası
IMF: Uluslararası Para Fonu
İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KVSH: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
KVYS: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye
MB: Merkez Bankası
SPK: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL: Türk Lirası
WB: Dünya Bankası

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

Ulusal sermaye piyasalarının liberalleşmesi ve gelişmesi ile birlikte tasarruf sahiplerinin yabancı menkul kıymetlere yatırım yapmaları oldukça kolay bir hale gelmiştir. Bunun yanında teknolojik gelişmeler, haberleşme imkanlarının artması, bilgiye ulaşmadaki sınırların ortadan kalkması, para ve sermaye piyasaları arasındaki koordinasyonun artması gibi unsurlar bu süreci beslemiştir. Yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcılar, portföy çeşitlendirme ve yüksek getirilerden yararlanmak amacı ile başka ülkelerde, özellikle de gelişmekte olan ülkelerde yatırımlarını artırmışlardır.

Son yarım yüzyıldır mal hareketlerinden bağımsız, hacim ve etkileri itibariyle giderek artan uluslararası sermaye hareketleri gelişmiş ülkelerin yanı sıra gelişmekte olan ülkelerin de vazgeçilmez olarak taraf olduğu iktisadi bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır. 1970'li yıllara kadar döviz ve altına endeksli bir kur politikasının dünya ticaretine ve sermaye hareketlerine yön verdiği Bretton Woods sisteminin 1971 yılında çökmesi, sermaye hareketlerinin yönünün ve miktarının değişmesine neden olmuştur. Bu tarihten itibaren gelişmiş ülkelere yönelik sermaye hareketlerinde bir artış meydana gelmiştir. Her ne kadar gelişmekte olan ülkelerin bu durumdan sermaye açığını giderecek şekilde kazançlı çıkacağı algısı oluşmuşsa da, yabancı yatırımların genelde kısa vadeli olması ve hareket motivasyonunun faiz-kur arbitrajına dayalı olması gelişmekte olan ülkeler için istenilen etkiyi ortaya koyamamıştır. Aksine kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğun bir şekilde ulusal ekonomileri terk etmeleri kriz ortamlarını beraberinde getirmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI, NEDENLERİ VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN ÖZELLİKLERİ

2.1. SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI

Son yarım yüzyıldır mal hareketlerinden bağımsız, hacim ve etkileri itibariyle giderek artan uluslararası sermaye hareketleri gelişmiş ülkelerin yanısıra gelişmekte olan ülkelerinde vazgeçilmez olarak taraf olduğu iktisadi bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sermaye hareketlerini İkinci Dünya Savaşı öncesi ve sonrası diye iki döneme ayırabiliriz. İkinci Dünya Savaşı'ndan önceki dönemde uluslararası işbirliğinin pek az olduğu buna rağmen savaştan sonraki dönemde ise daha fazla uluslararası işbirliğinin yaşandığı dönem olmuştur. Birinci ve İkinci Dünya Savaşları arası dönemin zorluklarından dolayı ülkeler, uluslararası ticarete akışkanlık kazandıracak ve bu ticaretten dolayı ortaya çıkacak olan mali akımları sağlayacak bir sisteme ihtiyaç duyuyorlardı. Bu nedenle ülkeler, uluslararası ticaretin akışkanlığını ve mali akımları sağlayacak yeni bir uluslararası para sistemini oluşturmak üzere Amerika'nın Bretton Woods kasabasında (New Hampshire) toplandılar. Bretton Woods Konferansları'nda daha çok ABD'nin görüşleri doğrultusunda yeni bir uluslararası para sisteminin kurulmasına karar verilmiştir. Bu konferanslarda ayrıca Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası'nda (IBRD) temelleri atılmıştır (Seyidoğlu, 2003:8).

Bretton Woods konferansı ile getirilen sistemde altına dönüştürülebilen tek para biriminin dolar olmasına, diğer para birimlerinin değerlerinin de dolara endekslenmesine karar verilmiştir. Bu sistemde sermaye hareketleri daha çok resmi borçlanmadan meydana gelmekte ve alınan bu borçlar genellikle plan, proje finansmanı ya da ulusal ekonomilerin karşılaştığı istikrarsızlıkların giderilmesi için kullanılan sermaye hareketleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu dönemde gerek

gelişmekte olan ülkelerin uluslararası mali piyasalara girişinin sınırlı kalması gerekse de sermaye hareketlerinin çok büyük bir kısmının resmi borçlanmadan meydana gelmesi sermaye hareketlerinin düşük seviyelerde kalmasına neden olmuştur (İnandım, 2005:8).

Uluslararası sermaye hareketlerinin günümüzdeki şekliyle ortaya çıkmasına, Bretton Woods sisteminin çökmesi zemin hazırlamıştır. Tüm para birimlerinin dolara endeksli olması zamanla piyasalarda gerilim yaratmış ve 1971'de ABD'nin doları altına endekslemekten vazgeçtiğini açıklamasıyla sistem çökmüştür. Ortaya çıkan bu krizin en önemli sebebi ABD dışındaki ülkelerde dolar miktarının artması ve bu sebeple doların değerinin düşmesidir. Çünkü Bretton Woods sistemi ulusal para birimlerinin altın ya da altına bağlı belli bir dövize sabit kurdan konvertibilitesini sağlamaktaydı. Sistemin bu şekilde çökmesi ve 1970'li yıllarda yaşanan ekonomik krizler sermaye hareketlerinde bir artış meydana getirmiştir. Sabit döviz kuru sisteminin çöküşü ve yapılan devalüasyonlar uluslararası sermaye hareketlerini hızlandırmıştır. Bu tarihten itibaren yaşanan sermaye hareketleri gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru akmaya başlamış ve yatırım doğrudan yatırımdan çok portföy yatırımı olarak gerçekleşmiştir. Özellikle finansman ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkelere yönelik ABD'den yüksek miktarlarda sermaye akımı yaşanmıştır. (Bal, 2001:31). Bunun yanında özellikle 1970'lerden sonra ulaşım alanındaki gelişmeler, haberleşme ve bilgi teknolojilerindeki değişim, sınırları aşan uluslararası bir yaşam ve ekonomi kültürünün oluşumu, uluslararası finansal kurumların ortaya çıkması, sermaye hareketlerinin hızlanmasını sağlamıştır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin niteliğinde de farklılıklar meydana gelmiştir. 1980 öncesi dönemde uluslararası sermaye hareketleri genelde banka kredileri, hükümetler arası krediler, doğrudan yatırımlar şeklindeydi. Ama 1980'li yıllardan itibaren sermayenin serbest dolaşımını sağlayan koşullarla birlikte spekülasyon sayılabilecek portföy yatırımları ağırlık kazanmaya başlamıştır (Tezcanlı vd., 1994:21).

Bretton Woods sisteminin çökmesine paralel 1980'li yıllarda uluslararası sistemde meydana gelen yeniden yapılanmanın bir uzantısı olarak önem kazanan ve çok yönlü bir etkiye sahip küreselleşmenin, ekonomik boyutunun bir diğer ayağını (birinci ayak üretimin küreselleşmesi) finansal serbestleşme oluşturmaktadır. Buna

göre, ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlamalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması finansal serbestleşme olarak tanımlanmaktadır. Finansal serbestleşme, küreselleşmeye ivme kazandırdığı gibi küreselleşmeden de etkilenen bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Nitekim finansal piyasaların bütünleşmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda faiz ve kur dalgalanmaları üretimin küreselleşmesinde önemli bir rol oynamaktadır (Durusoy, 2000:1).

Finansal serbestleşme kavramını iki şekilde anlamak mümkündür. Birincisi ülkenin kendi iç piyasasında, piyasa koşullarının işlemlerini sağlaması ve devletin finansal piyasalar üzerindeki doğrudan kontrollerinin kaldırılmasıdır. Finansal serbestleşmenin diğer anlamı ise, bir ülkenin kendi finansal piyasalarına yabancı sermayenin giriş ve çıkışı önündeki engelleri kaldırması ve uluslararası piyasalarla bütünleşmesidir. Finansal serbestleşme, ulusal yatırımcıların dış piyasadan serbestçe borçlanması ve yabancı yatırımcıların serbest bir şekilde iç mali piyasalarda işlem yapabilmesi, yani içeri doğru her iki kaynaktan sermaye girişinde sınırlamaların ve denetimin kalkmasını sağlar. Bunun yanı sıra, ulusal yatırımcılar yurtdışına serbestçe sermaye transfer edip, portföylerinde yabancı varlık kalemlerini tutabilirler. Yine aynı şekilde yabancı yatırımcılar iç mali piyasalardan borçlanabilir, yurt içinde yabancı paralar üzerinden istedikleri işlemleri yapabilirler (Kazgan,1999:136).

Finansal piyasalar arasındaki hareketlerin bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler sonucunda güçlenmesi ve piyasaların yeni finansal araçlarla derinleşmesi finansal serbestleşmeyi hızlandırmış, buna bağlı olarak gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya ölçeğinde hareketine imkan sağlamıştır. 1980'li yıllarda yoğun olarak yaşanmaya başlanan finansal serbestleşme sonucunda, uluslararası sermaye, ülkeler arasında spekülatif şekilde hareket etmeye başlamıştır. Bu spekülatif hareketler, finansal serbestleşme sürecine dahil olan ve bu süreçten yararlanma yolunu seçen gelişmekte olan ülkeleri, beklemedikleri ve öngöremedikleri birtakım sorunlarla karşı karşıya bırakmıştır. Kambiyo rejimlerindeki ve sermaye hareketlerindeki serbestleşmeler, gelişmekte olan ülkelerin finansman ihtiyaçlarının karşılanmasına,

ulusal ekonomilerin finansal yapılarının gelişmesine, derinleşmesine katkıda bulunmasına rağmen gelişmekte olan ülkelerin bağımsız ekonomi politikası izleyebilme olanaklarını sınırlamış, dolayısıyla da söz konusu ülkelerin kendilerine özgü büyüme ve kalkınma hedefleri saptama ve uygulama şanslarını ortadan kaldırmıştır (Yeldan, 2002:2).

2.2. SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ

Uzun yıllar gelişmekte olan birçok ülke, ekonomilerinin hemen her alanında kısıtlayıcı unsurların bulunduğu veya devletin aktif olarak yer aldığı iktisat politikaları uygulamışlardır. Uygulanan bu iktisat politikaların olumsuz makroekonomik sonuçlarının olduğu ve bu uygulamalardan vazgeçilerek ekonominin her alanında serbestleşmenin sağlanması gerektiği, Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası kuruluşlar tarafından dile getirilmiş ve bu öneriler birçok ülkede uygulama imkanı bulmuştur. Bu bağlamda, ekonomik liberalizasyon, piyasadaki miktar ve fiyat kontrollerinin azaltılmasını veya kaldırılmasını gerektirmektedir. Uluslararası sermaye hareketlerine getirilmiş olan sınırlamaların kaldırılması, teknoloji, iletişim ve ulaşım alanlarında sağlanan gelişmelerle birleştiğinde, uluslararası finansal piyasalar adeta birbirine entegre tek bir pazar halini almış ve dünyanın dört bir yanından katılımcıların yer aldığı, yirmidört saat aralıksız işlem yapılan bir arenaya dönüşmüştür (Alp, 2003:22).

Yabancı sermaye, ulusal kaynaklara dışarıdan bir ilave anlamı taşıdığı için, ulusal kaynaklardan daha fazla harcama ve yatırım yapabilme imkanı sağlamaktadır. Yabancı sermaye akımlarına paralel kaynakların genişlemesi, yatırım oranının büyümesine ve ulusal tasarruflarla sürdürülebilecek büyümenin ötesinde üretim, gelir artışı sağlanmasına, yani ekonominin daha hızlı büyümesine olanak sağlamaktadır (Dikmen, 2003:23). Ayrıca yabancı sermaye, yurt içi yatırım ve tüketim harcamalarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkabilecek riski de ortadan kaldıracaktır. Finansal dışa açılmanın doğrudan faydaları yanında dolaylı olarak da faydaları vardır: Öncelikle yabancı sermaye “bilgi taşıma etkisi” (knowledge spillover effect) yaratacak, kaynak dağılımı etkinliğini artıracak ve gelişmekte olan ülkelerin ulusal finans piyasalarını güçlendirecektir. Yabancı sermaye, gelişen yeni şartlara bağlı olarak gelişmiş ve sermaye ihraç eden ülkelerin siyasi ve ekonomik

desteği, promosyon (tanıtım, özendirme), globalleşme (dışa açılım), çevresel koruma ve insan kaynaklarının geliştirilmesi gibi yararları da beraberinde getirmektedir (Güneş, 2007:13).

Sermaye hareketlerinin çok sayıda ekonomik ve politik faktöre bağlı olduğunu söyleyebiliriz. Konjonktürel gelişmeler, ulusal ekonomilerde görülen yapısal farklılıklar, sermaye hareketlerinin belirleyicileri konusunda çok farklı değerlendirmelerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Söz konusu değerlendirmelerin önemli bir bölümü makro ekonomik faktörlerin, politik risklerin, dış faktörlerin, düzenleyici kontrollerin ve vergisel teşviklerin sermaye hareketlerine yön veren önemli unsurlar olduğu şeklindedir (Cihan, 2005:30).

Sermaye hareketleri, genellikle yatırımcıların yatırım yapacakları ekonomilerdeki getiri oranının, uluslararası getiri oranından görel olarak yüksek olduğu durumlarda ortaya çıkmaktadır. Sermaye piyasasına ait veriler yatırıma ev sahipliği yapan ülkenin makro ekonomik göstergeleri açısından erken uyarı sistemi fonksiyonunu üstlenir (İnandım, 2005:16). Bu sermaye hareketlerinin ortaya çıkmasının en önemli nedenidir. Sermaye hareketlerinin yönü, büyüklüğü gelirin görel çekiciliğine olduğu kadar, yatırım işlemlerinin gerçekleştirilmesinin kolaylığına da bağlıdır. Finansal liberalizasyon sonrası sermaye hareketlerinin hacminde meydana gelen güçlü artış eğilimi bu nedendir (Pamuk, 2006:30). Sermaye hareketlerinin nedenini açıklayan, sermaye hareketlerinin ivme kazanmasını ve derinleşmesini sağlayan etkenlerden bir tanesi de portföy çeşitliliğidir. Portföy çeşitliliği yatırımcılara farklı getiri ve risk unsuruna haiz enstrümanlar arasında tercih yapabilme imkanı sunmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin en büyük hedefi: Ekonomik kalkınma ve sürdürülebilir ekonomik büyümenin sağlanmasıdır. Bu ülkelerde, ihracat yoluyla döviz sorununun çözümlenememesi, bu ülkeleri kısa vadeli sermaye girişlerini teşvik etmeye yöneltmiştir. Hedeflenen büyüme ve kalkınma için, dış kaynağa ihtiyaç duyulmaktadır. Dış kaynak ihtiyacı, ülkenin sermaye / hasıla katsayısının büyüklüğü ile yakından ilgili olmasının yanında; büyüme hızı ve GSMH'den ne kadar tasarruf edilip yatırıma ayrıldığı ile de ilgilidir. Konu açısından değerlendirdiğimizde bahsedilen oran, bir birim hasıla elde etmek için ne kadar yatırım yapılması gerektiğini göstermektedir. Yani ne kadar az yatırımla daha fazla hasıla elde edilirse

dış kaynağa o kadar az ihtiyaç duyulmaktadır. Sermaye / hasıla kat sayısının büyük olması daha fazla kaynağa ihtiyaç duyulduğunu gösterir. Bir ülkede bu oran büyük ve büyüme arzusu varsa, kısa vadeli sermaye bu ülke için büyümenin finansman yollarından biri olabilmektedir. Bir ülkenin kısa vadeli sermaye girişlerini istemesinin altında yatabilecek diğer nedenler ise: sahip oldukları büyüme hızlarını sürdürebilme, refah düzeyini koruyabilme ve dış yükümlülüklerini yerine getirebilme gereksiniminden kaynaklanabilmektedir. Ülkeye gelen sermaye, tasarruf açığını kapatarak yatırımları ve büyümeyi uyaracaktır. Sonunda toplam gelir artışı, yurt içi tasarruf ve yatırımlarda daha fazla bir artışa yol açarak, sürdürülebilir bir ekonomik büyüme sağlanması beklenmektedir (Artun, 1995:51).

Kısacası sermaye hareketlerinin yukarıda sayıldığı gibi çeşitli faktörlerden meydana geldiğini ve bu faktörleri hem dışsal (itici faktörler) hem de içsel (çekici faktörler) şeklinde başlıklar altında kategorize edilebileceğini söyleyebiliriz. Sermaye hareketlerindeki artış, itici ve çekici faktörlerden kaynaklanabildiği gibi güçlü bir finansal entegrasyondan da kaynaklanabilmektedir. Finansal liberalizasyon sürecinin başladığı günden bu güne kadar çekici ve itici faktörlerin farklı zamanlarda farklı oranlarda sermaye hareketlerine sebebiyet verdiği söylenebilir. Finansal yatırımlara, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere göre daha yüksek bir getiri sağlaması çekici bir faktör olarak karşımıza çıkarken, ulusal ekonomide meydana gelen bir krizin etkisiyle yabancı yatırımcının ülkeyi terk etmesi itici faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.2.1. Çekici Faktörler

1970’li yıllardaki dünya ekonomik krizinin ardından, küreselleşme baskılarının da artmasıyla birlikte, gelişmekte olan ülkeler kapsamlı bir yapısal uyum sürecinden geçmek zorunda kalmışlardır. Yapısal uyum süreci, bu ülkeleri piyasa ağırlıklı bir yeniden yapılanmaya, ekonomilerini dışa açmaya ve makroekonomik dengelerini “açık ekonomi” koşullarına göre yeniden oluşturmaya zorlamıştır. Yapısal uyum programlarına uyum ve kurumsal düzenlemelerle geçen 1980’lerden sonra, gelişmekte olan ülkeler önceki dönemlere göre yeni özellikler kazanmıştır. Uluslararası sermaye hareketleri açısından ülkelerin kazandıkları bu yeni özellikler, önemli sonuçları da beraberinde getirmiştir. Bu ülke ekonomilerinde piyasanın

ağırlığının artması, dünya ekonomileri ile bütünleşme sürecini hızlandırmıştır. Ekonomilerin dışa açılması mal ve hizmet düzeyinde ticaret hacmini büyütürken, ülkelerin kaynak gereksinimini de arttırmıştır. Bir yandan finansal piyasaların kurulup geliştirilmesi, diğer yandan kambiyo kısıtlamalarının kaldırılarak sermaye rejiminin bütünüyle serbestleştirilmesi, bu ülkelere akan sermayeyi nitelik ve nicelik yönünden etkilemiştir. Yeni gelişen piyasalar, sermaye girişi için çekici olanaklar sunarken, kambiyo rejimlerinin serbestleştirilmesi sermaye giriş çıkışını kolaylaştırmış ve böylece daha hızlı ve hacimli sermaye akışı için uygun ortam yaratılmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:25-26).

Çekici faktörler gelişmekte olan ülkelerin mali piyasalarını liberal hale getirebilmek için yapmış oldukları reform hareketlerini ifade etmektedir. Bu faktörler ilgili ülkelerin kendi piyasa koşullarını ifade etmekte ve kendi mekanizmaları tarafından yaratılmış olduğundan çekici (içsel) faktörler olarak anılmaktadır. Çekici faktörlerin, yabancı sermaye hareketlerini çekme bakımından dışsal (itici) faktörlere göre daha etkin olduğu söylenebilir (İnandım, 2005:16).

Yatırımcıların en önemli amaçlarından biri, rakiplerinden önce kârlı piyasaları belirleyebilmektir. Bunun için özellikle GOÜ'ler, sıcak para yatırımcılarının dikkatini çekebilmek için öncü gösterge olarak yüksek faiz sunmaktadırlar. Sıcak para yatırımcısının geliri, yatırım yaptığı ülkedeki faiz haddi yükseldikçe artacak, bu ülke parasının devalüasyonu durumunda da azalacaktır. Bu durum iktisadi anlamda finansal arbitraj olarak ifade edilmektedir (Demiral, 2008:33). Finansal arbitraj oranı;

$$\frac{1 + i}{1 + r} - 1 \quad \text{formülüyle ifade edilmektedir.}$$

i : TL bazındaki faiz oranını ve r : Döviz kurundaki (TL / USD) yükselme oranını göstermektedir. Bu şekilde uyarılan yurt dışı kökenli sıcak para hareketleri, finansal arbitraj getirisi korunduğu sürece bu finansal piyasalara akmaya devam etmektedir. Ancak bu tür sermaye akımları özü itibarıyla mali piyasalarda kırılmalara yaratan unsurla içermektedir ve zaman içinde ulusal ekonomide yeni risklerin doğmasına yapısal zemin hazırlamaktadır. Söz konusu kırılmalıkların en önemli göstergelerini ise, artan dış ticaret ve cari işlemleri açıkları ile "kısa vadeli dış borçların merkez

bankası döviz rezervleri karşısındaki yükselen oranları” oluşturmaktadır (Yeldan, 2005:1).

Gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımların yüksek getiriler sunması, bu ülkelerde gerçekleştirilen ekonomik reformlar, büyüme oranlarının artması, enflasyon oranlarının düşmesi gibi makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeler uluslararası sermayeyi çeken önemli faktörlerdir. Ancak tüm bu faktörlerin yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme doğrultusunda, sermaye hareketleri üzerindeki denetimleri kaldırmaları, uluslararası sermayenin bu ülkelere girişini belirleyen en önemli ve gerekli etkidir (İnandım, 2005:16-17). Bunların yanı sıra fiyat istikrarının, uygulanan döviz kuru politikalarının, teknolojik gelişmelerin, yatırımcıyı koruyucu politikaların, özelleştirme politikalarının ülkeye gelecek olan yatırımcıyı etkileyen faktörler olduğunu söyleyebiliriz.

2.2.2. İtici Faktörler

Uluslararası sermaye hareketlerinin yönünün ve hacminin belirlenmesinde yatırım yapılacak ülkenin içsel faktörlerin yanında dışsal faktörlerde gözönünde bulundurulmaktadır. Dışsal faktörler, yatırımın yöneldiği ülkede herhangi bir değişiklik yok iken bu ülkenin dışındaki ülkelere meydana gelen ekonomik değişiklikleri ifade etmektedir. Bunun sonucunda kaşulları değişmeyen ülkenin ekonomik açıdan daha avantajlı hale gelmesi, yatırımların yönünü bu ülkelere çevirmesini sağlamaktadır.

Ulusal ülke içerisinde siyasi istikrarsızlık ve belirsizlik sermaye hareketlerini derinden etkileyen faktörlerin başında gelmektedir. Siyasi ve buna bağlı iktisadi otoritelerin uygulayacakları reform ve politikaların istikrar ve düzen sağlayabilmesi iktisadi birimlerin bu otoritelere güvenmeleri ile gerçekleşmektedir. Çünkü piyasa tarafından benimsenmeyen hiçbir politika başarılı olamamıştır. Eğer Ulusal ülkede siyasi belirsizlik ve bu siyasi istikrarsızlıktan dolayı bütün iktisadi birimler gelecekle ilgili sağlıklı karar alamıyorsa portföylerinde finansal araçlar ve gayrimenkul miktarını kısarak daha kısa vadeli yatırımlara, hemen likiditeye dönüşebilecek finansal varlıklara ve özellikle de nakit olarak tutmaya yönelmektedirler. Bu durumda yabancı yatırımcılarda yatırımlarını kısa pozisyonda

tutmakta ve eğer gelecekle ilgili olumsuz bir algı içersisine girdikleri takdirde ülkeyi terk edebilmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2005:18).

Uluslararası sermaye hareketlerinin yukarıda sayılan itici ve çekici faktörlerin yanında yatırımcının portföy çeşitlendirme isteğine de bağlı olduğunu söyleyebiliriz. Bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından bakıldığında, uluslararası yatırımların yüksek getiri sağlamak ve/veya riski dağıtmak amacıyla yapıldığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılar gerek uluslararası ekonomik farklılıklardan getiri sağlamak, gerekse de riskli alanlardan daha risksiz alanlara yatırım yaparak muhtemel zararlardan kaçmak için sermaye hareketliliğini sağlamaktadır. Yatırımcı bir yandan yatırımın beklenen gelir oranı ile risk düzeyini karşılaştırırken, bir yandan da tüm fonları bir kaynağa yatırmanın getireceği riskten korunmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirmektedir. Portföy çeşitlendirme amaçlı sermaye hareketleri, dönemsel sermaye hareketlerinden farklı olarak daha uzun bir zamana yayılmakta ve gelişmekte olan ülkeler açısından daha sürdürülebilir bir özellik taşımaktadır (Delice, 2000:63-64). Bunun yanında son yıllarda bireysel ve kurumsal yatırımcıların sayısında ve bunların yönettikleri portföy hacminde meydana gelen önemli artışlar da sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde etkili olmuştur. Gelişen piyasalardaki finansal serbestleşme uygulamaları, getiri oranlarındaki artış ve portföy çeşitlendirme isteği, sayısı artan yatırımcıları bu piyasalara yönlendirmiştir (Bedestenci ve Kara, 2004:271).

2.3. SERMAYE HAREKETLERİ HESABI KALEMLERİ

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

Tablo 2.1. Ödemeler Bilançosu Şematik Yapısı

İŞLEM GRUPLARI	ALACAK	BORÇ
I. CARİ İŞLEMLER HESABI	+	-
A. Mal ihracat ve ithalatı	+	-
DIŞ TİCARET BİLANÇOSU	+	-
B. Hizmet ihracatı ve ithalatı	+	-
C. Tek yanlı transferler	+	-
CARİ İŞLEMLER BİLANÇOSU	+	+
II. SERMAYE HESABI	+	-
A. Doğrudan yatırımlar (net)	+	-
B. Portföy yatırımları (net)	+	-
C. Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri	+	-
D. Kısa vadeli sermaye hareketleri	+	-
NET HATA VE NOKSAN		
III. ULUSLARARASI RESMİ REZERVLER HESABI		

Kaynak: (Göçer, 2011:263-264)

Ödemeler bilançosunun sermaye hesabı kalemini oluşturan sermaye girişi ve sermaye çıkışının toplamı, sermaye hesabı dengesi olarak adlandırılmıştır. Sermaye hesabı dengesinin pozitif olması, sermaye girişinin sermaye çıkışından daha fazla olduğu anlamına gelmektedir. Ülkenin dışarıya gönderdiği sermayeden daha fazlasını ülkeye çekebildiğini ifade eden bu durum “sermaye hesabı fazlası” veya “net sermaye girişi” olarak adlandırılmaktadır. Tam tersine sermaye hesabı dengesinin negatif olması ise, sermaye çıkışının sermaye girişinden daha fazla olduğu anlamına gelmektedir. Ülkenin bilanço dönemi içerisinde net olarak dış dünya üzerindeki mali veya fiziki yatırımlarının arttığını belirten bu durum, “sermaye hesabı açığı” veya “net sermaye çıkışı” olarak adlandırılmaktadır.

Uluslararası özel sermaye hareketleri, ticari koşullar altında sermayenin bir ülkeden diğer bir ülkeye hareketini ifade etmektedir. Her an kullanılabilir durumda olan bu fonların, sahiplerinden bir gelir karşılığında fon talep edenlere aktarılması işlemine mali işlem adı verilir. Bir mali işlemi oluşturan taraflardan (fon arz ve talepten) her ikisi de aynı ülkede yerleşik ise, bu mali işlem ulusal bir niteliktedir. Taraflardan birisinin yabancı bir ülkede yerleşik olması, işleme uluslararası bir özellik kazandırmaktadır. Böylece, bir ülkede yerleşik kişilerin diğer ülkelerde yerleşik olanlara fon sağlamaları veya onların mali fonlarını kullanmaları olayına

uluslararası mali işlem denilmektedir. Mali işlemlerin gerçekleştirildiği piyasalar ise para ve sermaye piyasalarıdır. Tasarruf sahiplerinin uluslararası para piyasalarında ellerinde bulundurdukları fonları mevduat olarak bankalara yatırmaları ve bankaların bu kaynakları kredi olarak vermesi uluslararası para piyasası işlemlerini oluştururken, fon talep eden işletme ve kuruluşların ihraç ettikleri tahvil ve hisse senetlerini uluslararası sermaye piyasalarında tasarruf sahiplerine satmaları ise sermaye piyasası işlemlerini oluşturmaktadır (Seyidoğlu, 2001:479-481).

Uluslararası ödemeler dengesi istatistikleri, IMF tarafından önerilen sınıflandırma paralelinde sermaye hareketlerini; doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere üç sınıfa ayırmaktadır. Diğer yatırımlar kalemi de vadelerine göre uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye hareketleri olarak ayrılabilir.

2.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Geçmişte standart ders kitaplarında kısa vadeli ve uzun vadeli sermaye hareketleri şeklinde karşımıza çıkan ayırım, 1980'lerden sonra değişmiştir. Bu olgular için kullanılan yeni terimler, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarıdır. Teknik tanım olarak ele alındığında bu 2 olguyu birbirinden kesin çizgilerle ayırmak kolay değildir. Yabancı bir yatırımcının bir miktar hisse senedi aldığında bu yatırımın doğrudan yatırım mı, yoksa portföy yatırımı mı olarak tanımlanacağını belirleyen unsur, şirketin toplam hisse senedi miktarının ne kadarının satın alındığıdır (Walter,2002:115). Şirketin kontrolünde etkili olmak, önemli bir ayırt edici unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Eğer şirketin kontrolüne etki edecek miktarda bir satın alım söz konusuysa dolaysız yabancı sermaye yatırımından bahsedilebilir. Şirketin kontrolünü etkileyecek miktar ülkeden ülkeye ve şirketten şirkete değişkenlik gösterebileceğinden bu oran için net bir sınır belirlemek mümkün değildir. IMF ödemeler bilânçosu el kitabında, dolaysız yabancı sermaye yatırımı, yatırımcının, kendi ülkesi dışında faaliyet gösteren bir işletmede kalıcı çıkar elde etmek ve yönetimde etkin rol oynamak için yaptığı yatırım olarak tanımlamıştır. Bu tanımdaki kalıcılık ve kontrol kelimeleri dolaysız yabancı sermaye yatırımı için ayırt edicidir (IMF, 1993:86).

Özel yabancı sermaye hareketleri içerisinde değerlendirilen doğrudan yabancı sermaye yatırımları konusunda pek çok tanımlama bulunmaktadır. Yabancı yatırım, yatırılabilir kaynakların kişi ve kuruluşlar tarafından bir başka ülkeye taşınmasıdır. Tahvil ve hisse senetlerinin bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından satın alınmasını ifade eden portföy yatırımları dışında kalan ve bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak, yerli bir veya birkaç firma ile ortaklık halinde gerçekleştirdiği yatırımlar doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak tanımlanmaktadır (DPT, 2000:1).

Doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı yatırımcının ulusal ekonominin dışında başka bir ülkede bir firmayı satın alarak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi sağlayarak veya mevcut bir firmanın sermaye arttırımına iştirak ederek ve kendisi ile birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisinde beraberinde götürebileceği yatırım türüdür.

Geçmişte daha çok doğrudan yabancı sermaye yatırımları, sermaye açığını gidermek, üretim artışı sağlamak, işsizlik problemini çözmek, üretim maliyetlerini düşürmek, ucuz hammadde kullanmak ve döviz rezervlerini arttırmak nedenleriyle talep edilmekteydi, günümüzde ise bu faktörlere ilave olarak yeni beklentiler ortaya çıkmıştır. Bunlar; ülke içinde sağlıklı bir rekabet ortamı oluşturmak, yeni teknolojilerin ülkeye girişini sağlamak, know-how geliştirmek, gelişmiş ve sermaye ihraç eden ülkelerin politik ve ekonomik desteğini sağlamak, promosyon, dışa açılmak, çevreyi korumak ve insan kaynaklarının geliştirilmesi şeklinde sıralanabilmektedir. Doğrudan yatırımlar bir piyasaya ihtiyaç duymadan sermayenin bir ülkeden başka bir ülkeye transfer edilmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır aynı zamanda döviz transferi olmaksızın yatırımın gerçekleşebileceği bir yatırım şeklidir. (Karluk, 2001:100).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları reel sektöre, yatırımlara yönelmektedir. Yatırımın yapıldığı ülkedeki fiziksel ve hukuki alt yapının varoluşu, bürokrasinin azlığı, makroekonomik istikrar, ekonomik büyümenin dinamizmi, işgücünün düşük maliyetli ve eğitilmiş olması gibi faktörler doğrudan yabancı sermayenin aradığı özelliklerdir. Bu açıdan, doğrudan yabancı yatırımlardaki artış, iç ekonomik dengenin, makroekonomik istikrarın ve ekonomik gelişmişliğin bir yansıması olarak görülmektedir.

2.3.2. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları, fon sahiplerinin tahvil ve hisse senedi satın alımı gibi sermaye piyasası araçlarına yaptıkları yatırımlara denir. Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenerek sermaye kazancı ile faiz, temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla yaptıkları yatırımlardır (Tezcanlı vd., 1994:8).

Uluslararası portföy yatırımlarının açıklanmasında portföy teorisi önemli bir yere sahiptir. Bu teoriye göre; yatırımcı sermaye fonlarını çeşitli menkul değerler arasında, belirli bir risk düzeyinde en yüksek geliri elde edecek biçimde dağıtacaktır. Yatırımcı en yüksek geliri hedefler iken tüm fonlarını tek bir menkule yatırımın getireceği riskten korunmak amacıyla yatırım araçlarını çeşitlendirecek ve böylelikle yatırımcı yerli menkullerin yanında bir miktarda yabancı menkul alma yoluna gidebilecektir. Menkullerin risk ve gelir seviyesindeki beklenti ve değişimler ise uluslararası özel sermaye hareketlerini etkileyebilecektir (Aslan, 1997:52).

Ulusal sermaye piyasalarının liberalleşmesi ve gelişmesi ile birlikte tasarruf sahiplerinin yabancı menkul kıymetlere yatırım yapmaları oldukça kolay bir hale gelmiştir. Yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcılar, portföy çeşitlendirme ve yüksek getirilerden yararlanmak amacı ile başka ülkelerde, özellikle de gelişmekte olan ülkelerde portföy yatırımı yapmaktadırlar.

Ulusal ekonomilerde yaşanan yüksek büyüme oranı, döviz kurlarında istikrar, genel makro ekonomik istikrar, döviz rezervlerinin yeterli olması ve merkez bankası tarafından tutulması, bankacılık sisteminin genel durumu, tahvil ve hisse senedinin likiditesi, faiz oranları gibi faktörler, portföy yatırımlarında belirleyici rol oynamaktadırlar (Yıldırım, 2002:5).

Bir ülkeye yönelik yabancı portföy yatırımlarının artması, yerel sermaye piyasalarının likiditesini yükselterek piyasaların etkinliğini arttırmaktadır. Piyasaların likiditesinin artması ise beraberinde piyasa derinliğini getirerek yatırımların çeşitlenmesini sağlamaktadır. Tüm bunlara ek olarak yurtiçi piyasalara yabancı portföy yatırımcıları tarafından sunulan yeni portföy yönetim teknikleri ve daha karmaşık ürünlerle risk yönetimi ile tanışılması sağlanmaktadır (İşeri ve Aktaş, 2005:374-375). Portföy yatırımları, gerek ulusal kalkınmaya gerekse yurtiçi sermaye piyasalarının gelişimine önemli katkılarda bulunmakla birlikte, ülkelerin ekonomik

dengeleri açısından bazı riskler de yaratabilmektedir. Bu riskler, ulusal paranın aşırı değerlenmesiyle cari işlemler dengesinin bozulması ve özellikle son yıllarda yaşanan şekliyle menkul kıymet borsalarının aşırı değerlenmesi şeklinde olabilmektedir. Uluslararası portföy yatırımlarının kısa vadeli fonlar şeklinde olması halinde bu riskler, özellikle menkul kıymetler piyasası ve döviz piyasası açısından çok daha fazla gündeme gelmekte ve ilgili ülkelerin finansal piyasalarının yeterli derinlik düzeyinde olmaması durumunda riskler, krizlere dönüşebilmektedir (Alp, 2000:179-180).

Portföy yatırımlarının, gerek ekonomik kalkınmaya ve ilerlemeye, gerekse ülke refahının artırılmasına olan katkısı çok büyük ve de önemlidir. Ancak, bu önemin yanı sıra portföy yatırımları kuşkusuz bazı riskler de içermektedir. Zira, finans piyasalarının küreselleşmesi ve özellikle bilgi-işlem ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler ile birlikte uluslararası sermayenin artan hareket kabiliyeti, zaman içinde yatırımcılara, daha yüksek riske karşı kâr oranlarını ayarlayabilme imkanı vermiş ve sermaye, spekülâtif niteliğe bürünmüştür. Bu şekilde serbestleşmeyle birlikte spekülâtif sermaye hareketlerine açık hale gelen ekonomik ve siyasi yapıları farklı bir çok ülke 90'lı yıllar boyunca çok çeşitli krizlere sahne olmuştur (Çelik, 2008:2).

2.3.3. Diğer Yatırımlar

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları kapsamı dışında kalan diğer tüm sermaye hareketleri bu bölümde bulunmaktadır. Diğer yatırımlar da vadelerine göre uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye hareketleri olarak sınıflandırılmaktadır.

2.3.3.1. Uzun vadeli sermaye hareketleri

Uzun vadeli sermaye hareketleri bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin, uluslararası finans kuruluşlarından, yabancı hükümetlerden aldıkları kredileri ifade eder. Yatırım bankaları, IMF ve Dünya Bankası, bankaların oluşturduğu konsorsiyumlar ve diğer kuruluşlar bu tür fonların kaynağını oluşturmaktadırlar. Genellikle proje finansmanı ve makroekonomik dengelerin düzeltilmesi amacıyla verilen bu krediler, verimli alanlarda kullanıldığı takdirde

faydalı olabilmekte ve vadelerinin uzunluğu dolayısıyla istikrarsızlıklar yaratmayabilmektedirler (Kar ve Kara, 2003:9).

Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları olarak nitelendirilemeyecek, vadesi bir yıldan uzun olan borçlanmaları, borç geri ödemelerini ve borç vermeleri içermektedir. Bu kalemdeki borç niteliği itibariyle sermaye piyasası araçlarıyla olan borçlanmalar değildir. Kamu ve özel sektöre ilişkin krediler, banka mevduatları ve diğer alacak ve borçlar uzun vadeli sermaye hareketleri kapsamına girmektedir.

2.3.3.2. Kısa vadeli sermaye hareketleri

2.3.3.2.1. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin tanımı

Kısa vadeli sermaye hareketleri, ülkeler arasındaki faiz farkının yarattığı arbitraj imkanını değerlendirme amacıyla hareket eden, geriye dönüş kabiliyeti yüksek olan yatırım türüdür. Ödemeler bilançosunda bankalar aracılığıyla yapılan ve başka bir yerde gösterilmeyen artık bir kalem olarak yer alırlar. Temel olarak spekülatif amaçlı ve geri dönüş kabiliyetinin yüksek olması açısından diğer yatırım türlerinden ayrılmaktadır. Bu anlamda literatürde kısa vadeli sermaye hareketleri ile sıcak para çoğu zaman birbiri yerine kullanılmaktadır. Ancak bazı çalışmalarda portföy yatırımları ve net hata noksan kalemi de sıcak para tanımı içinde yer almaktadır (Kaya, 1998:18-19).

Sermaye hareketleri tanımlanırken, uzun vadeli yatırımlar ile kısa vadeli yatırımlar ve portföy yatırımlarının sınırlarının iyi belirlenmesi gerekmektedir. Bazı durumlarda portföy yatırımları, kısa vadeli sıcak para hareketleri şeklinde de olabildiğinden, portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlarının belirlenmesi zorlaşmakta ve aralarında bir kavram karışıklığı söz konusu olabilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, esas itibariyle, finansman bonusu gibi kısa vadeli borçlanma araçları, banka mevduatları, kısa vadeli banka kredileri ve kısa vadeli diğer alacak ve borçlardan oluşmaktadır. Portföy yatırımları ise, gerek uzun gerekse kısa vadeli menkul kıymetlerin yanı sıra, kamu menkul kıymetleri, özel sektör tahvilleri ve hisse senetlerinden oluşmaktadır. Portföy yatırımları, kısa vadeli yatırımlara göre daha uzun vadeleri belirtmekle birlikte, içerdikleri araçların likiditesi yüksek menkul kıymetlerden oluşması nedeniyle, kısa vadeli sermaye

akımları gibi, yatırım yapılan ülkeyi her an terk edebilmekte ve dolayısıyla ekonomik dengeler üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir (Alp, 2000:186-187). Bu sebepten, kısa vadeli sermaye hareketleri gibi portföy yatırımlarının da yüksek likiditesi nedeniyle, çoğu zaman sıcak para niteliği taşıdığı söylenebilmektedir.

IMF gibi uluslararası kuruluşlar, net hata ve noksan kalemini izleyerek, cari işlemler hesabına ve sermaye hesabına dahil olmadan, ekonomiye giren ve çıkan, sıcak para fonları hakkında fikir sahibi olabilmektedirler. Bu görüşü savunanlara göre, yüksek faiz ve buna karşılık milli paranın değer kaybetmesinin yavaşlığı motivasyonları ile ülkede kalan sıcak para fonlarını, ödemeler bilançosunun sermaye hesabında değil de “net hata ve noksan” kalemini izleyerek görmek mümkün olmaktadır (Uzunoğlu, 1996:87-89). Söz konusu görüş sıcak para ile ödemeler bilançosu içinde sermaye hesabı altında incelenen kısa vadeli sermayenin aynı güdülerle hareket etmediğini vurgulamaktadır. O halde buna göre, kısa vadeli sermaye hareketlerini, ödemeler bilançosundaki haliyle değil de vade yapılarına göre bir ayrıma tabi tutmak daha doğru olmaktadır.

Vade bakımından sınıflandırma yapılırken, yabancı sermaye kalemlerini, kısa vadeli kaynaklar ve uzun vadeli kaynaklar olarak ikiye ayırarak incelemek gerekmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynaklar içinde, kısa vadeli yatırımlar ve portföy yatırımları; uzun vadeli yabancı kaynaklar olarak ise, uzun vadeli yatırımlar ve direkt yatırımlar olarak değerlendirilebilir. Hem vade yapılarının kısa olması hem de her an nakde dönüştürülebilir olmaları, kısa vadeli kaynakların her an ülkeyi terk edebileceği anlamına gelmektedir (Alp, 2002:123).

Kısa vadeli fonlar, yabancı bir ülkeye döviz olarak girip ve kısa vadeli yatırımlarda (30,60 ve 90 günlük sürelerde) değerlendirilmektedir. Spekülatif nitelikte olan bu fonlar, döviz hesapları, hazine bonosu, repo işlemleri, tahvil piyasası, hisse senetleri piyasasında değerlendirilerek, geldiği ülkeye tekrar döviz olarak gitme eğilimindedir.

1990'dan sonra yatırımcılar, bilgilenmedeki teknolojik ilerlemeden dolayı neredeyse birlikte hareket etmekte ve büyük kazançlar peşinde koşmaktadırlar. Bu yatırımcılar hırslarından dolayı, kazançlarını yitirmek bir kenara, azalan verimle ilgili en ufak imalarda bile paniğe kapılmaktadırlar. İlk hareketleri bile tehdit olarak algılayıp, hızla döviz çevirerek ülkelerine döndürdükleri kazançları, ekonomilerin

değer yitirmesine ve zarar görmesine neden olmaktadır. Bu yönüyle söz konusu yatırımlar, spekülâtif akımlar olarak isimlendirilmektedir (Rivero, 2003:70).

2.3.3.2.2. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin nedeni ve özellikleri

Ulusal finans piyasalarının serbestleşmesi ile birlikte artan kısa vadeli sermaye akımlarının ülke ekonomileri üzerinde olumlu ve olumsuz bazı etkileri bulunmaktadır. Finansal sermayenin ülke ekonomisine bu etkileri ülkeye yönelen sermayenin vade yapısına, türüne, yöneldikleri alana ve ülkenin içinde bulunduğu ekonomik ve siyasi koşullara göre değişiklik göstermektedir. Bu etkiler ülkenin büyümesi ve kalkınması sağlayıcı olumlu etkiler olabileceği gibi, finansal krizlerle sonuçlanan olumsuz etkilerde söz konusu olabilmektedir. Ama yatırım türü kısa vadeli sermaye olduğu zaman genellikle krizlerin akla geldiği söylenebilir (Keşen, 2001:47).

1990'lı yıllarda sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerde yoğunlaştığı görülür. Bu yoğunlaşma sadece 1990'lı yıllara özgü bir gelişme değildir. 1970'li yıllarda da benzer bir yoğunlaşma görülmüştür. Ancak bu iki dönemde sermaye hareketlerini uyaran etkenler ve süreci besleyen kaynaklar oldukça farklıdır. 1970'lerde petrodolar fonlarının uluslararası finans sistemine yeniden sokulması zorunluluğu gelişmekte olan ülkelere büyük hacimli sermaye girişine neden olmuştur. 1990'larda sermaye hareketlerini hızlandırıp boyutlandıran etken uluslararası sermayenin arbitraj kazançları kovalama güdüsüdür. Bu güdü 1990'larda gelişmekte olan ülkelere akan sermayeye daha seçici, daha akışkan, daha kısa vadeli ve daha spekülâtif bir nitelik kazandırmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:16).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin vade yapısının kısa ve likiditesinin yüksek olmasından dolayı yatırımın yapıldığı ülkeyi terk etmesi çok kolay olabilmektedir. Bu şekilde önceden kestirilemeyen sermaye hareketleri gerek reel gerekse de finansal piyasalar üzerinde olumsuz etkilere sebebiyet verebilmektedir. Kısa vadeli sermayenin ülkenin içinde bulunduğu olumsuz koşullar nedeni ile ülkeyi terk etmesi bir yandan kurların yükselmesine sebebiyet verebildiği gibi bir yandan da merkez bankası rezervlerinin azalmasına sebebiyet verebilmektedir. Bu etki sadece yabancı yatırımcıdan kaynaklanmamaktadır aynı zamanda yerli yatırımcıda

kurlardaki bu yükselişten kazançlı çıkabilme adına yatırımlarını iktisadi anlamda daha verimli alanlardan bu alana kaydırabilmektedir. Bu durum kısa vadeli yabancı sermayenin ülke ekonomisine verdiği olumsuz etkiyi daha da artırabilmektedir. Aynı zamanda, bu tür akımlar kısa vadeli olduğundan, uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıda bulunmaları söz konusu olamayabilmektedir. Üstelik bu tür sermaye girişlerinin en büyük tehlikesi geçici fakat istikrarsız ve tutarsız bir kaynak bolluğu sağladıklarından, ödemeler dengesi ve kamu açıkları gibi sorunları geçici olarak gidermeleridir. Ayrıca sağladıkları geçici rahatlama nedeniyle, bu açıkların temelinde yatan ve yapısal önlemlerle kapatılması gereken ögelere, ekonomiyi yönetenlerin eğilmesini geciktirebilirler.

Bu sermaye girişlerinin amacı faiz arbitrajından yararlanıp maksimum getiriye elde etmektir. Ancak ülke ekonomisinde yapısal bozukluklar varsa ve makro ekonomik dengeler kurulmamışsa, yabancı sermaye kısa vadeli ve spekülatif bir nitelik kazanacaktır. Çünkü yabancı sermaye fonları maksimum getiriye elde etme saikiyle birlikte hareket ederken, ekonomideki yapısal bozukluklar nedeniyle riskleri dikkate alacak bir risk-getiri analizi yapacaktır. Bu analizden çıkacak sonuç ise, büyük bir ihtimalle ülkeye giren yabancı sermaye akımlarının kısa vadeli ve spekülatif bir özellik taşımasına neden olacaktır (Esen, 1990:42).

Aşırı sermaye girişine bağlı olarak yerli paranın değer kazanması ihracatçı sektörlerin rekabet gücü ve dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etki yarattığı gibi ekonomiyi ithalata bağımlı hale getirmekte, bunun sonucunda özellikle dışa açık bir sektör olan imalat sanayini olumsuz etkileyerek uluslararası rekabet gücünü azalmaktadır. Ayrıca, aşırı sermaye girişi ile bir süre sonra artan kamu açığı ve cari açık nedeniyle kur ayarlaması beklentisi içine girilmesi sermaye kaçışına neden olduğu gibi, doğrudan yatırımlara yönelik sermaye girişinin de olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır (Durusoy, 2000:1)

Gelişmiş ekonomilerde, finansal sistemin kurumsal yapısı için iki temel özellikten bahsedilebilir. Bunlar; güçlü paralara sahip olduklarından borç sözleşmeleri ulusal para ile yapılır ve söz konusu ülkelerde de enflasyon ılımlı bir seyir izlediğinden borç sözleşmeleri uzun vadelidir. Gelişmekte olan ülkelerin finansal sisteminde ise, yüksek oranlı yerleşik enflasyonun hüküm sürdüğü makroekonomik koşullara bağlı olarak borçlanma süreleri kısa, risk primi yüksektir

ve sözleşmeler yabancı para ile yapılmaktadır. Genişletici para politikaları da bu duruma katkı yapmaktadır. Finansal serbestleşme ve sermaye akımları yanında uygulanan döviz kuru politikası ve fiyat istikrarının varlığı da finansal istikrarın sağlanmasında etkili olmaktadır. Kırılgan bankacılık sistemi kısa vadeli ve yabancı para cinsinden borçlanmalar, olası bir kur ayarlaması neticesinde faiz oranlarında dramatik yükselişleri, banka bilânçolarının bozulmasını ve finansal istikrarsızlığı beraberinde getirmektedir (Mishkin, 1996:23).

Finansal piyasalar, diğer piyasalara göre, daha fazla piyasa başarısızlığı ile karşılaşmaktadırlar. Söz konusu piyasaların olumlu performansı ekonominin diğer sektörlerinin de iyi çalışmasını sağlamaktadır. Bu nedenle finans piyasalarında istikrarsızlığın giderilmesine yönelik olarak yapılacak düzenlemeler sadece finans piyasalarının değil, ekonominin genel performansını da etkileyecektir. 1980’li yılların ortalarından itibaren finansal serbestleşme ile birçok gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını sermaye hareketlerine açtığı görülmektedir. Kuşkusuz ulusal finans piyasalarının sermaye hareketlerine açık olması, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermayeden daha fazla yararlanabilmesi anlamına gelmektedir. Ancak gerek Latin Amerika ülkelerinde gerekse Asya ülkelerinde yaşanan krizler göstermiştir ki, istikrarlı bir makro ekonomik ortam olmadığında spekülasyon nitelikli sermaye akımları krizleri beraberinde getirebilmektedir. Bunda ulusal finans piyasalarında yaşanan düzenleme denetim mekanizmalarının yetersizliği ve piyasa başarısızlıklarının payı da vardır. Bu bağlamda finansal piyasaların istikrarını sağlamak ve finansal serbestleşmeden arzulanan yararları elde edebilmek amacıyla gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalarla ilgili hukuksal alt yapının sağlanması, denetim mekanizmalarının kurulup işletilmesine yönelik politikalar önerilebilir. (Şimşek, 2007:20-21).

2.4. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK ETKİLERİ

2.4.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri

Uluslararası sermaye hareketleri, gerek ulusal ekonomilerin, gereksede sektörlerin sunmuş olduğu getiri farklarından dolayı ortaya çıkmış ve bu süreç içerisinde etkileri sürekli artmıştır. Bu yüzden yabancı sermaye, sermayenin ucuz ve

bol olduğu bölgelerden kıt ve pahalı olduğu bölgelere doğru hareket ederek sermayenin getirisini maksimize etmeye çalışmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik bu sermaye hareketleri uluslararası finans sisteminin gelişimiyle ve küresel ekonomik konjonktürel duruma göre miktar olarak değışiklikler göstermiştir.

Dışa açılan ulusal ekonomilerde, finansal serbestleşmeye paralel olarak yabancı sermayenin reel sektörden çekilmesi ve bu sermayenin finansal piyasalarda rant kollama şeklinde değerlendirilmeye çalışılmasının artması, küresel finansal serbestleşmeye yönelik eleştirileri artırmaktadır. Spekülatif nitelik taşıyan bu tür sermaye hareketleri, giriş yaptığı ülkelerde yapay bir zenginlik yaratmakta; giriş yapılan ülkede veya küresel boyutta meydana gelecek herhangi bir risk durumunda ise yarattığı yapay zenginlikten daha fazla bir maliyete yol açabilecek şekilde ulusal ekonomileri terk edebilmektedir. Kısa vadeli sermayenin bu şekilde mali piyasaları yeterince derinleşmemiş, sermaye açığından dolayı istenilen ekonomik büyümeyi gerçekleştiremeyen, yüksek oranda kamu borcu olan, özellikle gelişmekte olan ülkelere çıkış yapması ciddi ekonomik daralmalara yol açabilmektedir. Bir başka deyişle, spekülatif sermayeye, büyüme umuduyla sınırsız şekilde açılan ekonomiler sermayenin kaçışı ile birlikte eski durumlarından daha kötü bir hale gelmekte, sıcak para bağımlılığı bir kısır döngüye yol açmaktadır.

Diğer taraftan yurtiçi faiz oranının dünya faiz oranından yüksek olması ve döviz kurunun dalgalı olması gibi ekonomik şartlar uygun olduğu takdirde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye giriş yapması cari açık sorununun ertelenmesini sağlayabilmektedir. Bu durum ülke ekonomisinin istikrar içinde olduğu sürece devam etmekte ve cari açığın sürdürülebilirliğine farklı bir boyut kazandırmaktadır (Akbaş, 2012:61).

Üretken sermayenin hızla spekülatif alanlara kayması, sıcak para hareketleriyle pek çok ülke ekonomisini kumarhaneye çevirmiştir. Maddi üretimden bağıını koparmış küresel sermaye, giriş yaptığı ülkelerde yatırım eğilimini zayıflatmak ve ülkelerin rekabet edebilirliğini belirleyici nitelikte olan kısa dönemli araçlarını ortadan kaldırmak ile kalmamakta, ekonominin makro yönetim araçları olan iktisat politikalarını da etkisiz hale getirebilmektedir (Eser, 1997:75-78).

2.4.1.1. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin tüketim ve yatırım üzerine etkisi

Yabancı sermayenin, ulusal ekonomiler üzerinde yatırım ve tüketim açısından olumlu bir etki yapabilmesi, yabancı sermayenin vade yapısına ve amacına bağlıdır. Ülkeye gelen yabancı sermaye, kısa vadeli ve arbitraj kazancı kovalayan bir yapı içerisinde ise, bu sermaye hareketleri kendi dolaşım mantığı gereği üretim ve istihdama yönelik yatırımları desteklemeyerek, ülkenin istikrarlı bir ekonomik büyümeye ve istenilen bir refah düzeyine ulaşmasına katkı sağlayamayacaktır. Kısa vadeli sermayenin ülke sınırlarına girmesi ile yerli paranın değer kazanması likiditenin artmasına ve böylelikle tüketim ve yatırım harcamalarında bir artışa neden olabilmekte fakat milli gelir üzerinde meydana gelen kısa süreli yapay bir büyüme ile elde edilen tasarruflar üretim ve istihdam yaratan yatırımlara yönelmeyip hisse senedi piyasaları ve hazine bonoları gibi parasal varlıklara yönelmektedir. Ülke sınırları içine giren bu sermaye, kendi dolaşım mantığına uygun olarak çıkmak istediği zaman ise kısa vadeli dış borcu olan ve ithalata bağlı üretim yapan özel sektörün, artan döviz kurları nedeniyle, iflaslarına sebep olabilmektedirler (Esen, 2008:45).

Yabancı sermaye akımlarının yöneldiği ülkelerde görülen en belirgin özellik, ülke parasının yabancı para karşısında değer kazanmasıdır. Kurlarda meydana gelen bu şekildeki bir artış tüketim artışına neden olmakta ve buna bağlı olarak cari açık sorununu ortaya çıkarabilmektedir. Bu şekildeki cari açık sorunu, aşırı değerlenen kurun yurtiçinde üretilen malları dış piyasalar için pahalı hale getirmesine, yurt dışında üretilen malları ise yurtiçinde üretilen mallara kıyasla ucuzlatmasından ortaya çıkmaktadır. Bunun yanında ülkeye gelen kısa vadeli sermaye, bankaların verebileceği kredi hacminde bir genişleme sağlamakta ve bu kredi artışının kullanım alanı ekonomik büyümeyi sağlayacak alanlardan ziyade, tüketim mallarına yönelme şeklinde olabilmektedir.

2.4.1.2. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyüme üzerine etkisi

Yabancı sermaye girişleri, ulusal tasarruflarla gerçekleştirilebilecek büyümenin ötesinde bir ekonomik büyüme sağlayabilmektedir. Ancak bu durumun, giren sermayenin reel sektöre kanalize edilmesi şartıyla ortaya çıkabileceği ve

sermaye girişlerine dayalı ekonomik büyüme modelinin ancak bu şekilde oluşturulabileceği söylenebilir.

Kısa bir süre için ülkeye giren yabancı sermaye, ulusal paranın aşırı değerlenmesi sebebiyle ithalatı özendirip, ihracatı kârlı bir faaliyet olmaktan çıkararak, cari işlemler açığını büyütmektedir. Böylelikle bu şartlar altında sağlanan iktisadi büyüme, ithalata bağımlı olduğu için, yapay bir nitelik taşımaktadır. Eğer ki bu durum, yabancı finans çevrelerinde açığın daha fazla sürdürülemeyeceği izlenimini oluşturursa uluslararası kredi kuruluşları ve yabancı yatırımcılar özellikle de uzun vadeli yabancı yatırımcılar, bu durumdaki ulusal ülkeler için olumsuz düşünerek uzun vadeli yatırımlar yapmayacaklar ve bu ülkenin kredibilitelerini uluslararası düzeyde düşüreceklerdir (Bilgin, 2004:25). Bununla birlikte ulusal ülkelerin artan risk primleri ve kredibilite kaybına uğramaları, yabancı yatırımları engellerken, gerekli yatırımları yapmak için uygun koşullarda dış piyasadan borçlanmasını da önemli ölçüde kısıtlamaktadır. Bunun sonucu olarak siyasi otorite ekonomik büyümeyi sağlayacak yatırımları finanse etmek için yurt içi piyasalara yönelmek zorunda kalmakta ve bu durum kamu borç stokunu artıracak şekilde faiz oranlarının artmasına neden olmaktadır (Tarı ve Kumcu 2005:165). Aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerin borçlanma faiz oranlarını yüksek tutması, gerek yabancı yatırımcıyı gerekse de ulusal yatırımcıyı yatırımlarını, üretimi artırıcı ekonomik büyüme sağlayıcı alanlara değil de faiz geliri elde edebileceği alanlara sevk edebilmektedir. Bu durum zaten kıt olan sermayenin ekonomik anlamda verimli alanlardan çekilmesi anlamına gelmektedir.

2.4.1.3. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin cari işlemler dengesi üzerine etkisi

Cari açığı etkileyen birçok neden olmakla birlikte, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ulusal ülkelere girişi ile ulusal paranın döviz karşısındaki değer kazanmasından dolayı ithalatın artıp ihracatın azalması en önemli faktörlerin başında gelmektedir. Yani cari açığın altında yatan en önemli nedenin dış ticaret açığı olduğu genel kabul görmektedir. Ödemeler bilançosundaki cari işlemler hesabına bakıldığında, cari denge fazlası veren ulusal ülkeler dış varlıklarını artırır, cari denge açığı veren ülke ise dış yükümlülüklerini arttırırlar. Yani burada cari açık, bir ülkenin kendisi dışındaki ülkelerin tasarruflarını kullanması durumunu ifade etmektedir.

Literatürde, cari açığın GSMH'nin %5'ini aşması, ekonominin tehlike sinyalleri vermesi olarak kabul edilir (Yücel ve Yanar, 2005:3). Burada açık, ya başka ülkelerden borçlanarak finanse edebilmekte ya da ulusal ekonomilerin kendi birikimleri olan mevcut döviz rezervleri kullanılarak kapatılabilmektedir. Bu durumu biraz açacak olursak, gelişmekte olan ülkelere aşırı sermaye girişi ile bu piyasadaki artan döviz miktarına bağlı olarak yabancı paranın değer kaybedip ulusal paranın değer kazanması, piyasadaki likiditeyi artırarak tüketimi artırmaktadır. Böylelikle tüketimin artması, ithalatı artırırken ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltarak dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etki yarattığı gibi ekonomiyi ithalata bağımlı hale de getirmektedir. Bu gelişmelerin doğal sonucu, dış açığın büyümesi ve ihracatın ithalatı karşılama oranının düşmesidir. Burada ithalatı ülkeye giren sıcak para diye adlandırdığımız kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edildiği durumlarda sıcak para çıkmak istediği zaman, daha önce elindeki dövizini bozdurarak ulusal paraya çevirmek isteyecektir. Bunun üzerine merkez bankası döviz rezervlerini eritecektir. Böylelikle mali piyasalarda likidite sıkıntısı yaşanacak ve gecelik faizlerde yüksek oranda bir artış olacaktır. (Akat, 2008:7).

Özellikle kısa vadeli sermaye girişleri ile büyüyen cari işlemler açığı, devalüasyon beklentilerine, üretim artışı sağlayacak yatırım kararlarının olumsuz etkilenmesine ve buna bağlı olarak da ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına neden olabilmektedir. Bu sonuçların ortaya çıkmasıyla birlikte kısa vadeli sermaye hareketleri, ekonominin tüm sektörleri üzerinde bir dengesizliğe neden olabilecek, istikrarsızlıkların temel nedeni haline gelebilmektedir.

2.4.1.4. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuruna etkisi

Dünyada, mal ve hizmet sektöründen daha büyük bir mali sektörün varlığı söz konusudur. Kar düşüncesiyle hareket eden ve yönelmiş olduğu ülke parasına dönüştürülen kısa vadeli sermaye, söz konusu ülkede döviz kurlarında değişmelere sebep olmaktadır. Ülkede uygulanmakta olan kur sistemine göre, kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışlarının etkileri değişmektedir. Eğer dalgalı kur rejimi uygulanıyorsa, kısa vadeli sermayenin girişi, ülkede döviz miktarında bir artışa neden olacak ve yerel para biriminin döviz karşısında değerlenmesini sağlayacaktır. Fakat sabit kur

rejimi uygulanıyorsa, ülkeye giren sermaye sadece döviz rezervlerinin artmasına neden olacaktır.

Ekonomide istikrarlı bir büyüme için gerekli olan koşullardan bir tanesi de döviz piyasasında istikrarın sağlanmış olmasıdır. Bir ülkenin ulusal parasının yabancı bir para birimi karşısındaki değişim değerine döviz kuru ya da döviz fiyatı denilmektedir. İstikrarlı bir döviz kuru ile de anlatılmak istenen belli bir dönem içerisinde ulusal döviz piyasasının ekonomik konjonktüre göre aşırı dalgalanmadan, doğal seyrinde ilerlemesidir. Eğer istikrarlı bir büyüme sağlanmak amaçlanmışsa, döviz kurunun piyasa denge kurunun etrafında oluşması gerekmektedir.

Ekonomilerin dışa açıldığı, kambiyo, finans denetimlerinin kaldırıldığı ve serbest kur politikasının yürütüldüğü ülkelerde sermaye girişleri reel etkilerin yanı sıra finansal etkiler de yaratmakta ve bunların birbiri üzerinde yarattığı oluşumlar her iki etkinin (reel ve finansal) ayrıştırılmasını neredeyse olanaksız hale getirmektedir. Bu süreçte sermaye girişleri ekonominin reel gelişiminden koparken, ortaya çıkan finansal etkiler, olası reel etkileri bastırarak ya da tersine döndürecek sonuçlar yaratabilmektedir. Uluslararası faiz farklılaşmalarının yarattığı etkileşimin finans piyasaları aracılığıyla kolaylıkla ulusal ekonomiye taşınabildiği ve bu durumun döviz kuru üzerinde de yansımalarının görüldüğü kaydedilmektedir. Bu tür etkilerin bileşkesinin de bir taraftan ekonominin temel dengelerinin bozulmasına ve istikrarsızlığa diğer yandan iktisat politikalarının sözgelimi, para politikasının hareket alanını kısıtlayarak etkinliğini azalttığı belirtilmektedir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:36).

Spekülatif sermaye akımları, gelişmekte olan ülkelerde iktisat politikası uygulamalarında da sorunlar yaratabilmektedir. Ülkelerin, sermaye hesabını liberalize etmesinin potansiyel yararlarına karşılık, para politikası özerkliğinin ve döviz kurlarındaki istikrarı eşanlı olarak sürdürme yeteneğinin azaldığı görülmektedir. Ayrıca, aşırı sermaye girişlerinin makroekonomik yönetimi daha da güçleştirdiği ve finansal krizlerin başka yerlere bulaşıcılığı konusunda ülkeleri savunmasızlığa maruz bıraktığı görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere hızlı döviz girişi olduğu dönemlerde dahi merkez bankaları, sermaye çıkışına yönelik endişelerle faizleri indirememektedir. Böyle dönemlerde şirketler ve bankalar da pahalı yurtiçi tasarruflar yerine daha ucuz faiz

maliyeti olan yurtdışı kaynaklara yönelmekte, bu durum döviz açık pozisyonlarını büyütmekte ve gelecekte döviz krizi yaşanma riskini artırmaktadır (Özel, 2005: 245). Yani merkez bankasının bağımsız bir politika uygulama şansı azalmaktadır.

Finansal serbestleşme ile birlikte ulusal bankalar, uluslararası piyasalardan döviz cinsinden borçlanıp, döviz alırken, kullandıkları krediler genellikle ulusal para türünden olmaktadır. Bu durumda bankalar, kısa vadeli döviz yükümlülüklerinin, kısa vadede elde edebilecekleri döviz miktarını aşmasından dolayı likidite sıkıntısına düşebilmektedir. Ülkeye giren kısa vadeli sermaye, bankaların yaşadığı bu döviz darboğazının ekonomide ciddi sıkıntılara neden olabileceğini düşündüğü takdirde ülkeden çıkmaya başlayacak ve kurlar üzerinde daha büyük baskılara neden olabilecektir.

2.5. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN SEBEP OLDUĞU EKONOMİK KRİZLER VE SERMAYE HAREKETLERİNİN DENETİMİ

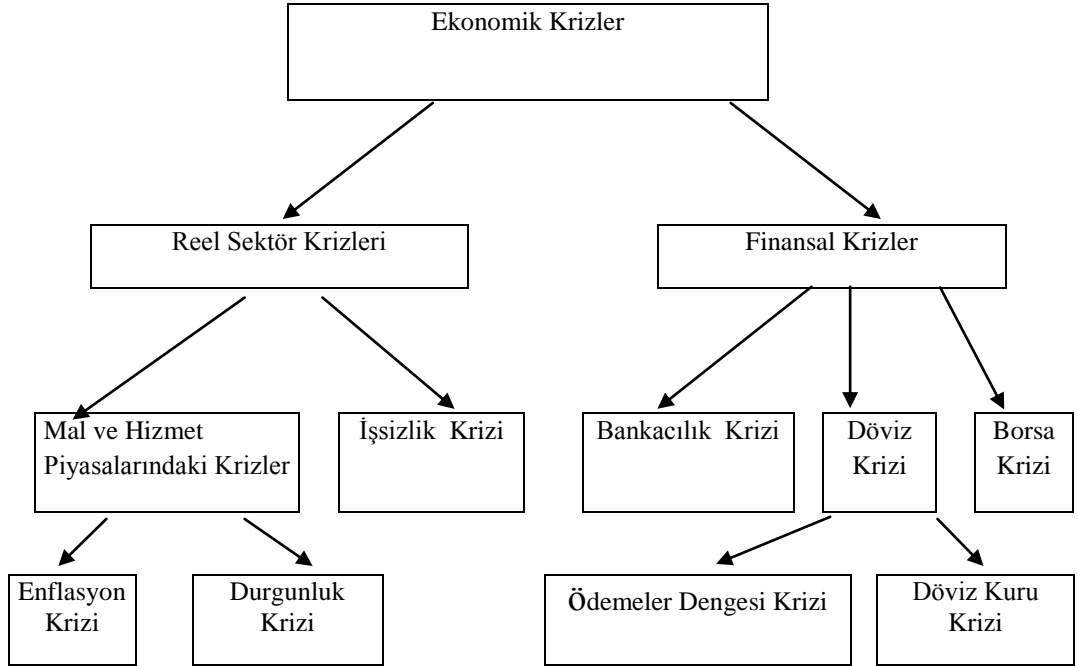
2.5.1. Ekonomik Krizin Tanımı

Etimolojik kökeni Latince ve Yunanca'ya dayanan kriz sözcüğü sosyal bilimler alanında, buhran ve bunalım gibi kavramlarla eş anlamlı olarak kullanılmakta olup, beklenmedik bir sosyal, ekonomik veya psikolojik gelişme karşısında normal ilişkilerin ciddi olarak sarsılması, karşılaşılan sorunun halledilmesinde, mevcut çözüm yollarının yetersiz kalması sonucu ortaya çıkan durumları ifade için kullanılır. Ekonomik kriz ise, ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarması anlamına gelir (Aktan ve Şen, 2001:1226). Bir başka tanımlamaya göre söz konusu kavram, genel olarak herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya finans piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmaları ifade etmektedir (Kibritçioğlu, 2001:175).

Ekonomik krizler, herhangi bir mal, hizmet, para veya üretim faktörleri piyasasında meydana gelen olağan fiyat veya miktar dalgalanmalarının ötesinde dalgalanmalar olarak tarif edilmektedir. Bu ekonomik krizlerde etkileri itibariyle reel sektör krizleri veya finansal krizler şeklinde tasnif edilmektedir.

Reel sektör krizleri, mal hizmet ve işgücü piyasalarını etkileyen resesyon, enflasyon ve işsizlik olgularını sonuçsal olarak içinde barındıran krizlerdir. Finansal krizler ise bankacılık, döviz, dış borç, sermaye hareketleri ve ödemeler dengesi ilişkilerinden doğan ve yine aynı sonuçları doğuran krizler olarak tanımlanmaktadır (Demirci, 2005:5).

Ekonomik krizlerin nedeni, her zaman ekonomik nedenler de olmayabilir. Örneğin, ülke düzeyinde ortaya çıkan doğal afetler (deprem, yangın, sel baskını vb.) ekonomik kriz nedeni olabilir. Bunların dışında ekonomik süreç içerisinde üretim, istihdam ve fiyatlar genel seviyesinde ortaya çıkan ani konjonktürel hareketler ve dalgalanmalar da depresyon, hiperenflasyon, işsizlik gibi krizlere neden olabilir. Konjonktürel hareketler piyasa ekonomisinin kendi tabii işleyişi neticesinde ortaya çıkan gelişmelerdir. Bunun yanı sıra, devletin ekonomiye iktisat politikası araçları ile müdahale etmesi de (örneğin, ani devalüasyon, vergi oranlarının artırılması veya vergi yükünün ağırlaştırılması gibi) ekonomik krizlere neden olabilir (Aktan ve Vural, 2004).



Şekil 2.1. Ekonomik Krizlerin Oluştukları Piyasalara Göre Sınıflandırılması (Kibritçioğlu, 2001:175).

2.5.1.1. Reel krizler

Reel krizler, ekonomide mal ile hizmet piyasalarında, miktar ve istihdamda ciddi daralmalar şeklinde ortaya çıkmaktadır. Reel sektörü işgücü piyasaları, mal ve hizmet piyasaları şeklinde ikiye ayırabiliriz. Mal ve hizmet piyasalarındaki miktar değişmelerinin genel fiyat seviyesindeki sürekli artışlara sebebiyet vermesi enflasyon olarak adlandırılır. Eğer bu artışlar belirli bir sınırın üstündeyse, buna enflasyon krizi de denebilir. Diğer taraftan işgücü piyasalarında ki değişim karşımıza işsizlik olarak çıkmaktadır.

Enflasyon krizi, mal ve hizmet piyasalarında ki fiyat artışlarının belirli bir sınırın üzerinde gerçekleştiği durumlarda ortaya çıkmaktadır. Durgunluk krizi ise, fiyatların, ekonomide üretim artışını sağlayacak düzeyde olmamasından kaynaklanmaktadır. Bir başka ifadeyle durgunluk krizi, ekonomide yeterince yatırım ve üretimin yapılmaması dolayısıyla milli hasıla artış hızının düşük düzeyde kalmasıdır. Bir başka reel kriz türü olan işsizlik krizi ise, emek piyasasındaki işsizlik oranlarının doğal işsizlik seviyesinin üzerinde olması şeklinde ortaya çıkan krizlerdir.

2.5.1.2. Finansal krizler

Finansal kriz kavramı, finans kesiminin alt sektörlerinde (para, bankacılık ve dış borç) ortaya çıkan ani ve büyük ölçekli sorunları nitelendirmekte kullanılmaktadır. Finansal krizler, bankaların ve diğer mali kurumların ödeme zorluğu içine düşmesi, menkul kıymet borsalarında yaşanan büyük ölçekli çöküntüler ve ekonomik faaliyetlerdeki belirsizliğin artması şeklinde ortaya çıkmakta, üretimi, istihdamı ve ulusal paranın değerini olumsuz yönde etkilemektedir (Bastı, 2006:7).

Finansal krizlerin ortaya çıkmasındaki en önemli faktörün kısa süreli uluslararası sermaye akımları olduğu genel kabul görmektedir. 1980' lerin başında yaşanan borç krizlerine rağmen 1990'larda uluslararası sermaye hareketleri olağanüstü boyutlara ulaşmıştır. Bunların genellikle portföy (kısa vadeli) yatırımı şeklinde olması, ilgili ülkelerde makroekonomik dengesizliklere yol açarak dünyanın çeşitli yerlerinde sürekli krizlere neden olmuştur. Bu sermayenin sıcak para şeklinde olması izlenen politikaları etkisiz hale getirerek krizin daha da derinleşmesine yol açmıştır. Bu süreçte etkili olan bir gelişme de yaşanan teknolojik gelişmeler

sayesinde fon dolaşımının artık çok düşük maliyetli bir işlem haline gelmiş olmasıdır. Yaşanan ciddi boyutlu bir finansal küreselleşmedir. Böylece faiz oranlarında ve döviz kurlarında beklenen değişimlere göre fonlar anında ve kitleler halinde bir piyasadan diğerine hareket edebilmektedir. Bu hareketliliğin belki de olumlu boyutu ise kısa veya uzun vadeli fon talep edenlerin bu fonları uygun koşullarla dünya piyasalarından temin edebilmeleridir. Bununla birlikte özellikle kısa süreli yabancı fonların hareketli ve istikrarsız olmaları ve bu fonların yoğun olarak girip çıktıkları ülkelerde mali sorunlara yol açmaktadır. (Seyidoğlu, 2001:435).

Tablo 2.2. Finansal Liberalizasyon ve Krizler

Ülke	Finansal Liberalizasyon	Kriz
Bolivya	1985	10/1987
Brezilya	1975	11/1985-07/1994
Şili	1980	09/1981
Kolombiya	1980	07/1982
Meksika	1989	09/1982-09/1992-09/1994
Paraguay	1990	1995
Uruguay	1976	03/1981
Venezüella	1976	10/1983
Endonezya	1989	1992
Güney Kore	1983	09/1997
Malezya	1991	07/1985-09/1997
Tayland	1989	03/1979-10/1993-09/1997
Filipinler	1981	01/1981
İsrail	1990	1985
Ürdün	1988	08/1989
Kenya	1991	1993
Tanzanya	1993	1988
Türkiye	1987	03/1994-02/2001
Mısır	1991	---
Zambiya	1992	01/1995
Guatemala	1989	---
Peru	1980	04/1989
El Salvador	1991	1989
Arjantin	1977	03/1980-05/1989-12/1994-12/2001

Kaynak: (Wyplosz, 2001:26).

Günümüzde krizler oldukça sıklıkta tekrar edebilmekte ve çok hızlı bir süreçte meydana gelebilmektedir. Bunun en büyük nedeni, krizlerin bankacılık ve finansal kaynaklı krizler olmasıdır. Çünkü ekonomilerde para piyasaları ve mali piyasalar her türlü gelişmeye anında tepki gösterebilmektedir. Bu tepkinin boyutları gelişmekte olan ülkelerde piyasaların spekülâtif hareketlere açık olması nedeniyle daha da yıpratıcı olabilmektedir. Dünyada denetimsiz olarak sürekli hareket eden günlük yaklaşık 1,5-2 trilyon dolarlık bir fon bulunduğu tahmin edilmektedir. Bu fonların gelişmekte olan piyasalara ani girişleri halinde piyasalar bir anda olması gerekenin üzerinde olumlu tepki vermekte; ani çıkış halinde ise bu hareket piyasalar üzerinde şok etkisi yaratmakta ve ekonomik krize dönüşebilmektedir. Kriz, bu ülkelerde hükümetlere olan güveni azaltıp istikrarı yok ederken, oluşan güvensizlik ve belirsizlik ortamı spekülâtif hareketlerin şoklara ve beraberinde yeni krizlere dönüşmesine neden olmaktadır (Eroğlu ve Albeni, 2002:94).

Finansal krizlerin ortak özellikleri olmakla birlikte, hepsinin kendine has bazı ayırt edici özellikleri bulunmaktadır. Ortak nokta ise hepsinin önemli maliyetler yaratmalarıdır. Bu maliyetlerin en önemlileri, çıktı kayıpları ve kırılğan finansal sektörü yeniden inşa etmek için harcanan önemli finansal kayıplardır. 1990'lı yıllarda oluşan krizlerin en önemli ayırt edici özelliği bu krizlerin oluştuğu bölge başta olmak üzere dünya üzerinde yarattıkları global etkilerin artmış olmasıdır (Özer, 1999:29). Özellikle yükselen piyasalarda genel olarak görülen finansal krizler;

- Bankacılık krizleri,
- Para krizleri,
- Dış Borç Krizleri

şeklinde görülmektedir. Bu krizlerin birbirlerinin sebebi ve sonucu olması nedeni ile yaşanan finansal krizlerde yukarıda sayılan üç unsurunda birlikte yaşandığı söylenebilir.

2.5.1.3. Borç krizleri

Borç krizi, özel sektörün veya kamu kesiminin dış borçlarını ödeyemez hale gelmesi, yeni kredi bulma imkanını kaybetmesi ve bunun sonucunda borç yükümlülüklerini yerine getirememesi durumudur.

1970'li yıllardan itibaren gelişmiş ülkelerde kâr oranlarının düşmeye başlaması gelişmiş ülkelere doğru sermaye transferini hızlandırmıştır. 1970'li yılların başında doların altınla bağının koparılması ve ardından gelen petrol şokları krizi su yüzüne çıkarmıştır. Bu süreçte gelişmekte olan ülkelerin borçlarının giderek artması ve 1980'li yıllara gelindiğinde ödenemez hale gelmesi dış borç krizini gündeme getirmiştir.

12 Ağustos 1982 yılında uluslararası borç krizi meydana gelmiştir. Bu kriz 1973 yılında Mısır ile İsrail arasında ortaya çıkan savaşın bir ürünüdür. Bu yılda meydana gelen Mısır-İsrail savaşı sonucu, bir varil ham petrolün fiyatı yaklaşık üç kat artmıştır. Bunun sonucu gelişmekte olan ülkelerde ithalat faturası oldukça artmıştır. Bu petrol şoku dünya ekonomisini durgunluğa sokarken, gelişmekte olan ülkelerin ihracat gelirlerini de azaltmıştır. İhracatta ve ithalatta meydana gelen bu olumsuz gelişmeler sonucu gelişmekte olan ülkelerin cari açıkları hızla artmıştır. 1973 yılında 8,7 milyar dolar olan cari açık, 1974 yılında 51,3 milyar dolara yükselmiştir. Petrol üreten ülkelerde ise petrol gelirlerindeki artıştan dolayı cari fazlalarında yükseliş olmuştur. 1973 yılında 6,2 milyar dolar olan cari fazla 1974 yılında 66,7 milyar dolar olmuştur (Ünsal, 2005:524).

Petrol üreten ülkeler bu süreçte oluşan cari fazlalarını ABD ve Avrupa'da mevduat hesaplarında değerlendirmişlerdir. Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında oluşan bu fazlalık durgunlukla birleşince faiz oranlarında çok önemli düşümlere sebebiyet vermiştir. Ticari bankalar ellerindeki fazla kredileri faiz oranlarının görece daha yüksek, kamu açık ve dış borç yükünün fazla olduğu gelişmekte olan ülkelere kaydırmışlardır.

İkinci petrol şoku sonrası, gelişmiş ülkeler daha önceki durgunluğun tersine oluşan enflasyonist baskıyı ortadan kaldırmak için sıkı para politikası uygulamışlardır. Uygulanan sıkı para politikası sonucu faiz hadlerinde bir yükselme ve daha önce gelişmekte olan ülkelere yönelmiş olan sermayenin tersine bir hal alması gelişmekte olan ülkeleri altından kalkamayacağı bir borç stokuyla karşı karşıya bırakmıştır. Bunun sonucunda bazı ülkeler dış borçlarını ödeyemeyeceğini açıklamış ve uluslararası borç krizi denen kavram ortaya çıkmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde baş gösteren borç krizinin nedeni olarak sadece petrol krizlerinin gösterilmesi yanlış bir yaklaşımdır. Çünkü petrol fiyatlarında

yaşanan artışlardan önce de bu ülkelere yönelik yoğun bir kredi arzı yaşanmıştır. Petrol fiyatlarındaki artış kredi arzının daha da güçlenmesine neden olmuştur. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları borç krizinin hem kredi arzı hem de kredi talebi yönünden irdelenmesi gerekmektedir. Kredi arzının artışında etkili olan faktörlerin başında, azalan kâr oranlarının doğal sonucu olan sermaye ihracındaki artış gelmektedir. Uluslararası para sisteminin bunalımı ve Bretton Woods sisteminin çöküşü dolar bolluğu oluşturmuş, bu ise kredi verilebilir fonlarda önemli ölçüde genişlemeye neden olmuştur. Bir yandan da eurodolar piyasalarının gelişimi ve kontrolsüz işleyişi kredi arzını artırmıştır. Tüm bunların yanısıra gelişmiş ülke hükümetlerinin, IMF ve Dünya Bankası'nın kredi arzını teşvik edici politikalar uygulamaları da bu sürece katkıda bulunmuştur. Konuyu kredi talep edenler açısından incelediğimiz zaman yoğun borçlanmanın nedeni olarak gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye yetersizliği göze çarpmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler kalkınabilmek için ihtiyaçları olan kaynakları dışarıdan borçlanarak temin etme yoluna gitmektedirler. Aslında bu alternatifin dünya üzerinde İngiltere ve Japonya hariç olmak üzere tüm sanayileşmiş ülkelere ekonomik kalkınma dönemlerinde kullanıldığı belirtilmektedir (Bal, 2001:9).

2.5.1.3.1. Para krizleri (Döviz krizleri)

Para krizi, döviz krizi olarak da ifade edilebilmektedir. Döviz kurlarındaki ani bir değişim ve buna bağlı olarak sermaye hareketlerindeki tersine bir hareketle ortaya çıkmaktadır. Özellikle sabit döviz kuru sisteminde yatırımcıların taleplerini aniden ulusal para ile şekillendirilmiş yatırımlardan yabancı paralı aktiflere yönlendirmeleri sonucu merkez bankası döviz rezervlerinin erimesi şeklinde ortaya çıkan krizlerdir.

Para krizlerini ikili bir ayırım yaparak ödemeler dengesi krizi ve döviz kuru krizi şeklinde ifade edebiliriz. Sabit döviz kuru uygulanan ülkelerde para krizi; ödemeler dengesi krizi olarak ifade edilebilirken, esnek kur politikasının uygulandığı ülkelerde ise döviz kuru krizi olarak ifade edilebilmektedir. Ödemeler dengesi krizinde döviz miktarı üzerinde durulurken döviz kuru krizlerinde kurlar üzerinde durulmaktadır.

Para krizini en basit haliyle paranın önemli miktarda devalüasyonu olarak tanımlayabiliriz. Ama ödemeler bilançosunda oluşan açıkların devalüasyon şeklinde kendini göstermesi tümüyle parasal bir kriz olarak da nitelendirilemez. Çünkü aşırı değerlenen ve ihracat üzerinde büyük bir baskı oluşturan ulusal paranın devalüe edilmesi piyasalarda güvensizlik ve belirsizlik yaratmadığı sürece kriz oluşturmamaktadır. Fakat güvensizlik ve belirsizliğin spekülasyon olarak yerli paradan kaçış ve yabancı paraya olan talep artışı şeklinde kendini göstermesi, reel sektörde tedavülde bulunması gereken paranın dövize yönelmesine ve böylece piyasaların kilitlenmesine neden olmaktadır. Bu aşamada merkez bankaları döviz rezervlerini devreye sokarak ve faiz oranlarını yükselterek dövize olan talebi engellemeye çalışmaktadır. Bu durum ise piyasalarda yeni devalüasyonların yapılacağı izlenimi uyandırmaktadır. Devalüasyon beklentisi reel piyasalardaki durgunluğu derinleştirirken beklenildiği gibi ekonomiler yeni devalüasyonlar yapmak zorunda kalmaktadır. Böylece ekonomi bir kriz sarmalına girmekte ve kendi kendini besleyen krizler oluşmaktadır (Eroğlu ve Albeni, 2002:100). Yaşanan parasal krizleri belirleyen unsurları;

- . Zayıf makroekonomi ve hatalı iktisat politikaları,
- .Yatırımcıların ya da uluslararası fon kuruluşlarının hatalı seçimleri,
- .Yetersiz finansal altyapı,
- .Ahlaki tehlike ve asimetrik enformasyon,
- .Siyasal krizler

şeklinde sıralayabiliriz.

Hemen hemen her para krizi öncesinde yukarıda sayılan etkenlerin biri ya da birkaçı eşanlı; belli bir süredir değer yitirmesi gerektiği halde yeterince değer yitirmemiş bulunan ulusal paraya karşı, piyasa katılımcılarınca spekülasyon atak başlatılmasına yol açmaktadır. Sonrasında da yerli paradan dövize doğru bir para ikamesi eğilimi ile birlikte mevcut döviz kuru üzerinde kendini gösteren bu baskı yukarıda da ifade edildiği gibi; ya politika yapıcılar tarafından Merkez Bankası rezervlerinde ciddi bir erime göze alınarak devalüasyonla ya da yurtiçi faizler önemli ölçüde yükseltilerek parayı koruyarak spekülasyon saldırı uzaklaştırılmaktadır. Burada önemli olan, hükümetin alacağı ilgili politika kararının gecikmeden, spekülasyon

saldırının gücünü arttırıp finansal baskı endeksini giderek büyütmeden ve krizi derinleştirmeden yapılabilen olmasıdır (Kibritçioğlu, 2001:2-3).

2.5.1.3.2. Bankacılık krizleri ve sonuçları

Bankacılık krizi, piyasalarda bir ya da daha fazla bankanın ödeme gücünün içerisine girmesi veya iflas etmesi halinde, finansal altyapı eksikliği ve bulaşma etkisiyle tüm bankacılık sektörüne sıçramasından dolayı bankacılık faaliyetlerinin yavaşlaması veya durma noktasına gelmesi olarak ifade edilebilir.

Bankacılık, doğası gereği büyük fiyat değişimlerine ve güven kaybına karşı kırılgan bir yapıya sahiptir. Çünkü bankacılar kredi alanların kredi değerliliğini herkesten daha iyi öngörmek durumundadırlar. Bankalar tipik olarak kısa vadeli borç alıp uzun vadeli borç verirler ve az sermaye ve fraksiyonel bir rezerv kaynağı ile çalışırlar. Bankaların varlık ve yükümlülüklerinde kısa vadede keskin değişimler olursa bu yapı sürdürülemez hale gelmektedir (Goldstein ve Turner, 1996:9). Bu nedenle bankacılık sektöründeki istikrarın makroekonomik istikrara bağlı olduğu söylenebilir.

Bankacılık krizlerinin ve banka iflaslarının nedenlerini şu maddelerde özetlemek mümkündür:

- Kredi riski: Bankaların en önemli fonksiyonu kredi mekanizmasıdır. Verilen bu kredilerin müşteriler tarafından ödenememesi durumu kredi riskini meydana getirir. Tek bir kişiye veya belli bir sektöre büyük bir miktarda kredi verilmesi bu riski arttırır.

- Likidite Riski: Bankaların zamanı geldiği zaman yükümlülüklerini yerine getirememesi riskine likidite riski denir. Banka bilançolarının aktifleri ve pasifleri arasında vade uyumsuzluğu bulunur. Banka aktifleri uzun vadeli sabit faizli varlıklardan oluşur. Pasifleri ise kısa vadeli varlıklardan oluşur. Yani kısa vadeli borçlanıp, uzun vadeli borç vermeleri likidite riskine yol açmaktadır.

- Faiz Oranı Riski: Banka bilançolarındaki faiz uyumsuzluklarının yaratmış olduğu riske faiz oranı riski denir. Bankaların vade uyumsuzluklarından dolayı faiz oranlarında meydana gelen bir artış bankaların karlılığını düşürmektedir.

. Fiyat Riski: Bankalar ellerinde bono, hisse senedi vb. enstrümanlar bulundurmaktadırlar. Bu varlıkları fiyatında meydana gelen düşüşler bankalar için fiyat riskini oluşturur.

. Operasyon Riski: Bankanın teknolojik donanımında herhangi bir sorun meydana gelme olasılığı, çalıştırmış olduğu elemanların verimliliği ve güvenilirliği ile ilgili sorunlar, bankanın operasyon riskini meydana getirir.

. Döviz Kuru Riski: Döviz kurunda meydana gelen değişimlerden kaynaklanan risktir. Bankaların döviz cinsinden varlıkları ve yükümlülükleri bu riskten etkilenir. Banka açık pozisyonda ise döviz kurunun artması zarar etmesine neden olurken, banka kapalı pozisyonda ise döviz kurunun azalması bankanın zarar etmesi sonucunu doğurur.

. Ödeme Gücü Riski: Bankanın almış olduğu bütün risklerin sonucunda, ödeyebilirliğini yitirmesi durumudur. Yani bankanın varlıklarının, yükümlülüklerini karşılayamaması riskidir (Coşgun, 2006:47-48).

Bankacılık krizi iki farklı durumu ifade etmektedir. Bunların birincisinde; gerçek veya potansiyel banka iflasları ya da banka başarısızlıkları, bankaların yükümlülüklerini yerine getirmelerini engeller. Diğerinde ise, devlet bankacılık kesiminde krizi engellemek için, büyük ölçüde bankalara yardımını arttırarak, müdahalede bulunur. Eğer bankacılık krizinin başlangıcı bankalarda büyük oranda mevduat çekilmesi ile açığa çıkarsa, bankacılık krizi banka mevduatlarında hızlı azalma şeklinde nitelendirilebilir. Eğer bankacılık kesiminin sorunları, bankaların varlık kalitesindeki kötüleşmeden kaynaklanıyor ise bu alanda meydana gelen değişimler gözlenerek bankacılık krizinin başlangıcı belirlenebilir (Özer, 1999:33).

2.5.2. Sermaye Hareketlerinin Kontrolü

Sermaye kontrolleri, yerleşik olan ve yerleşik olmayanlar tarafından gerçekleştirilen sermaye işlemleri üzerine getirilen kısıtlama ve düzenlemeler olarak tanımlanabilir. Sermaye hareketlerinin kontrolü; sermaye girişlerinin kontrolü, sermaye çıkışlarının kontrolü veya her ikisinin de kontrolü şeklinde olabilmektedir.

Sermaye kontrolleri, küresel sermayenin kullanım alanını ve yöneldiği alanı kısıtlamaya yönelik miktar sınırlamaları ve vergilerden oluşur. Diğer bir şekliyle,

sermaye kontrolü sermaye hesabına ilişkin işlemlere limit getiren veya bu işlemlerin yönünü değiştirmeye yönelik politika uygulamaları olarak ifade edilebilir. Amaç sermaye akışını kontrol altında tutarak finansal krizlere neden olabilecek veya kriz sonrasında ülkeden büyük miktarda sermaye çıkışına neden olabilecek sermaye akışını kontrol etmektir. Krizi engelleme veya etkisini hafifletmenin yanı sıra ülke ekonomisini kısmen veya tamamen uluslararası sermayeden koruma aracı olarak da görülmektedir (Kartallı, 2007:46).

1929'da ABD'de başlayan ve küresel bir durgunluğa sebep olan büyük kriz, bu döneme kadar genel olarak serbest olan sermaye hareketlerinin kontrol edilmesini gündeme getirmiştir. Bu bağlamda Bretton Woods sistemi ortaya çıkmıştır. Sabit kur rejiminin ve sermaye hareketliliğinin sadece resmi rezervler şeklinde olduğu bu dönemde küresel anlamda bir sermaye kontrolünün olduğu söylenebilir. 1970'li yıllarda yaşanan petrol şokları, ABD ekonomisinde büyümenin yavaşlaması, Keynesin müdahaleci iktisat politikalarının önemini yitirmesi Bretton Woods sisteminin çökmesine neden olmuştur. Bu süreçten sonra gerek gelişmekte gerekse de gelişmiş ülkelerin sermayenin önündeki engelleri kaldırdığı görülmektedir (Demiral, 2008:92). Bretton Woods sisteminin çökmesinden sonra uluslararası sermaye hareketleri üzerine kurulan yeni finansal sistem, finansal krizleride beraberinde getirmiştir. Neo-klasik görüşün finansal küreselleşmenin iktisadi ve sosyal gelişme sağlayacağına tezinin yanında sermaye hareketlerinin küresel krizlere de (1994 Meksika, 1997 Güneydoğu Asya, 1998 Brezilya-Rusya, 2001 Arjantin krizi) neden olabileceği tecrübeyle görülmüştür.

1980'li yıllarda, tasarruf oranlarının yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkeler, kaynak sıkıntılarını giderebilmenin temel yöntemi olarak sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini benimsemiş ve bu yönde önemli mevzuat değişiklikleri yaparak finansal piyasalarını serbest hale getirmişlerdir. Bu süreçte IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlarda sermaye hareketlerinin serbestleşmesini istikrar programlarının temel unsurlarından birisi olarak kabul etmiş ve gelişmekte olan ülkelere bu yönde telkinlerde bulunmuşlardır. Gelişmekte olan ülkeler sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda sağlayacakları ek kaynak ile büyümelerini finanse etmeyi ve var olan sermaye yetersizliklerini gidermeyi amaçlamışlar ve kısa vadede başarılı olmuşlardır. Ancak, yapısal sorunlarını çözmeden ve istikrarlı bir

büyüme ortamına sahip olmadan serbestleşmeye giden birçok ülkede yaşanan kötü deneyimler sonucunda, sermaye hareketleri daha çok olumsuz yönleriyle anılmaya başlanmış ve sermaye hareketlerinin yasaklanmasından denetimine kadar birçok görüş gündeme gelmiştir (Emil ve Vehbi, 2002:61).

Standart neoklasik teori etkin piyasa koşulunun sağlanması, sermaye piyasalarında belirsizlik ve istikrarsızlığın olmaması gibi varsayımlara dayandığından, her türlü müdahalenin refahı azaltacağını savunmaktadır. Sermaye kontrollerinin keynesyen analizleri ise, uygulamada kısa vadeli istikrar için, kontrolleri faydalı bulmaktadır. Kapasite kullanmayı artıran ve yüksek büyüme hızını kolaylaştıran genişlemeci parasal ve mali politikaların sermaye kontrollerini kullanmayı gerektirdiğini söylemektedir. Çünkü genişlemeci parasal ve mali politikalar sermaye kontrolleri ile birlikte kullanıldığında, yatırımlar ya düşük yurtiçi faiz oranları ile ya da yüksek yurtiçi talep ile teşvik edilir. Piyasalarda ücret-fiyat katılığı, uluslararası finans piyasalarının etkin işlememesi ve ülke riski gibi piyasaların aksadığı durumlarda sermaye hareketlerine konan engellerin faydalı olabileceğini ileri süren görüş ise “ikinci en iyi teori”sidir. Buna göre, serbest piyasada var olan aksaklıklar başka bir şekilde düzeltilemiyorsa, bu aksaklıkları düzeltmek için konulan vergiler veya miktarsal sınırlamalar refahı artırıcı yönde etkide bulunacaktır (Açıkgöz, 2008:55).

Sermaye kontrollerine yüklenen işlev, spekülatif bir saldırı olması durumunda ortaya çıkabilecek döviz talebini sınırlayarak rezerv kaybı ve faiz oranı artışını sınırlandırmaktır. Doğrudan veya idari ve piyasa-bazlı veya dolaylı olmak üzere iki formda uygulanmaktadır. Doğrudan kontroller, sermaye hareketleri ve/veya ilgili ödemeler ile fon transferlerini, açıkça belirlenen miktar sınırlamaları veya onay şartı koyma yoluyla yasaklamak şaklindedir. Tipik olarak idari kontroller, sınırlar arasında gerçekleşen ilgili mali işlemlerin hacmini etkilemeyi hedefler. Bu tür kontrollerin genel karakteristiği, akımları kontrol etmek için bankacılık sistemine idari yükümlülükler getirmektedir. Piyasa temelli kontroller ise, sermaye hareketleri ve ilgili işlemleri daha pahalı hale getirme yoluyla caydırmayı amaçlar. Bu tür kontroller: (1) dış mali işlemler üzerine doğrudan vergi ve benzeri yükümlülükler konulması; (2) dış mali işlemlere zorunlu mevduat veya faizsiz rezerv şartı getirme yoluyla dolaylı olarak vergileme; (3) değişik işlemler için değişik döviz kurlarının

uygulanması şeklindedir. Bu tür piyasa bazlı kontroller, türüne göre ya işlemin maliyetini ya da hem maliyetini hem de hacmini etkiler (Sharma, 2003:3).

Ülkeler, çeşitli nedenlerle makroekonomik istikrarsızlıklara sebebiyet verebilecek sermaye akımlarını kontrol etme yoluna gitmektedir (Tablo 2.3.)

Tablo 2.3. Sermaye Kontrollerinin Amaçları

Sermaye kontrolünün amacı	Metot	Kontrol yönü	Örnek
Gelir sağlamak/savaş finansmanı	Sermaye çıkışına uygulanan kontroller sabit döviz kurunda daha yüksek enflasyona neden olurken ulusal faiz oranlarını da kontrol altında tutar.	Çıkış	1.ve 2. Dünya Savaşına katılan ülkelerin çoğu
Kredi dağılımı/finans sektörünü baskı altında tutmak	Finansal sistemi ayrıcalıklı endüstrileri ödüllendirmek için kullanılan hükümetler, sermaye kontrollerini sermayenin kar amaçlı yurtdışına çıkışını engellemek için kullanabilirler.	Çıkış	Gelişmekte olan ülkelerde yaygın
Ödemeler dengesi açıklarının kapatılması	Sermaye çıkışına uygulanan kontroller devalüasyona veya genişletici para politikasına gerek duyulmadan yabancı aktiflere olan talebi azaltacaktır.	Çıkış	ABD faiz eşitleme vergisi 1963-74
Ödemeler dengesi açıklarının kapatılması	Sermaye çıkışına uygulanan kontroller revalüasyona veya genişletici politikasına gerek duyulmadan yabancı aktiflere olan talebi azaltacaktır.	Çıkış	Alman Bardepot Planı 1972-74
Hareketli sermaye akımlarından korunmak	Sermaye girişinin kısıtlanması kriz dönemlerinde ülkeyi terk eden para miktarını azaltarak ülke istikrarının korunmasına yardımcı olur.	Giriş	Şili zorunlu tasarruf mevduat karşılıkları 1991-98
Finansal istikrarsızlıktan koruma	Sermaye kontrolleri sermaye akımlarını kısıtlayarak veya birleşimini değiştirerek ulusal finansal yapıdaki bozuklukların artmasını engeller.	Giriş	Şili zorunlu tasarruf mevduat karşılıkları 1991-98
Ülke parasının değerlenmesini önlemek	Sermaye girişini kısıtlamak ülke parasının değerlenmesine yol açabilecek parasal bir genişlemeyi önler.	Giriş	Şili zorunlu tasarruf mevduat karşılıkları 1991-98
Ulusal varlıkların yabancı mülkiyete geçmesini engellemek	Belirli ulusal varlıkların (özellikle de doğal kaynakların) yabancı mülkiyetine geçmesini engeller.	Giriş	Meksika anayasası 27. Madde

Ülke içi kullanım için tasarrufları korumak	Tasarruf sahipleri yurtiçinde yatırım yapmak istemezlerse sermaye çıkışını kısıtlayarak ekonomiye fayda sağlanabilir.	Çıkış	
Ulusal finansal firmaları korumak	Ulusal finans sektörlerini diğerlerinden ayırarak bebek endüstrilerin ve rekebet eder hale gelene kadar az gelişmiş finansal piyasaların korunmasını amaçlar.	Giriş ve çıkış	

Kaynak: (Neely, 1999:13)

2.5.2.1. Sermaye kontrolü türleri

Sermaye kontrollerini doğrudan veya dolaylı olmak üzere ikili bir ayrıma tabi tutabiliriz. Doğrudan kontroller, sermaye hareketlerini miktar sınırlaması veya onay şartına tabi tutmak şeklinde olan idari mahiyetteki yasaklama türüdür. Dolaylı kontroller ise, doğrudan müdahale yerine piyasa koşullarında sermaye hareketlerinin maliyetini artıracak düzenlemeler yaparak sermaye hareketlerini kontrol etmek şeklinde ifade edilebilir. Dolaylı kontroller piyasayı baz alır. Yani idare doğrudan bir müdahalede bulunmaz. Piyasa bazlı kontrollerde idare, küresel sermaye hareketleri üzerine vergi ve benzeri mali yükümlülükler koymak, zorunlu rezerv veya faizsiz karşılık ayırma şartı getirmek, çoklu döviz kuru rejimi uygulamak şeklinde uygulamalara gidebilmektedir.

2.5.2.1.1. Doğrudan kontroller

Doğrudan kontroller; sermayenin doğrudan yasaklanması, sermaye akımları için onay şartı, sermayenin miktarı üzerine kısıtlamalar koyma gibi uygulamalar aracılığıyla gerçekleşmektedir. Doğrudan kontrollerde yaptırım gücünün, dolaylı kontrollere göre daha etkili ve güçlü olduğu ifade edilebilir. Sermaye akımlarının doğrudan kontrolü, sermayenin giriş ya da çıkışında söz konusu olabileceği gibi her ikisinde de söz konusu olabilmektedir. Bunun yanı sıra doğrudan sermaye kontrollerinin, sermaye giriş ve çıkışı açısından ekonomik etkileri de farklılık gösterebilmektedir. Bu tip kontrollerin ekonomik açıdan parasal sterilizasyon politikalarından direkt ve daha kısa vadede etkili olduğu söylenebilir. Diğer taraftan, doğrudan kontrol yöntemlerinin kısa dönemli portföy yatırımlarını düşürdüğü de söylenebilmektedir.

Doğrudan kontroller genel olarak aşağıdaki biçimde özetlenebilir (Alp, 2002:149) :

- . Sermaye hareketlerine belirli sınırlamalar getirilmesi ve sermaye hareketleri işlemlerinin izne tabi tutulması
- . Döviz kurları ve faiz oranları üzerine sınırlamalar getirilmesi
- . Yabancıların, özellikle kısa vadeli menkul kıymetler başta olmak üzere, yatırım yapabilecekleri aktiflere sınırlamalar getirilmesi
- . Yabancı yatırımcıların mali kurumlara sahip olmalarının yasaklanması veya zorlaştırıcı koşullar öne sürülmesi
- . Bankaların yurtdışı işlemlerine ve yabancılar ile yaptıkları yurtiçi işlemlerine yüksek munzam karşılıklar getirilmesi
- . Bankaların ve diğer mali kurumların açık döviz pozisyonu tutmasına sınırlamalar getirilmesi
- . Kısa vadeli yurtdışı borçlanmalara sınırlamalar getirilmesi ve bu sınırlamalar üzerine vergiler konulması.

Piyasa ekonomisine uygun olmayan bu kontrol şekli günümüzde tercih edilen bir kontrol şekli olmaktan uzaktır. Buna rağmen 1997 yılında Asya Krizinde Malezya hükümetinin uygulamaları bu kontrol tipine örnek gösterilebilir. 1998 yılında Malezya hükümeti doğrudan kontrole yönelerek ülkeden yabancı para çıkışına izin vermemiştir. Bu politika doğrultusunda dış borçlar için kaynak bulmaktan kurtulan hükümet aynı zamanda uluslararası mali kuruluşlardan da yardım almak zorunda kalmamıştır.

2.5.2.1.2. Dolaylı kontroller

Sermaye akımlarının sınırlandırılmasına yönelik politikaların bir kısmı, sermaye akımlarının türü ve miktarını direkt olarak etkilemeye değil, dolaylı yollardan etkilemeye yönelik politikalardan oluşmaktadır. Bu tür kontroller, piyasa şartlarında sermaye işlemlerinin maliyetini artırmak yoluyla sermaye akımlarının miktarını düşürmeye yönelik uygulamaları içerir. Bu kontrolleri; ikili ya da çoklu döviz kuru sistemleri, sınır ötesi finansal akımların açık ya da gizli vergilendirilmesi ve diğer piyasa temelli önlemler şeklinde sınıflandırılabilir.

Çoklu döviz kuru sisteminde, birbirinden farklı uluslararası finansal işlemlere farklı döviz kurları uygulanmaktadır. Bu sistemde, uluslararası ticaret için farklı, sermaye akımları sonucu oluşan sermaye hesabı işlemleri için farklı döviz kurları uygulanmaktadır. Uluslararası ticaret için döviz kurları genellikle sabit olup ticari kurlar olarak adlandırılmakta, sermaye akımları için kurlar genellikle dalgalı kurlar olup finansal kurlar olarak adlandırılmaktadır. Bunun yanında, cari işlemler hesabında yer alan zorunlu ithal ürünler için farklı, zorunlu olmayan ithal ürünler için farklı döviz kuru öngörülebilmektedir. Bu durumda zorunlu ithal ürünler için uygulanan döviz kurları, diğer ürünler için uygulanan döviz kurlarından daha avantajlı duruma gelmektedir. Çoklu kur sistemi genellikle ödemeler dengesi krizleri ve sabit döviz kuru uygulayıp ekonomik krize maruz kalan ülkelerde görülen bir uygulamadır. Ani ekonomik şoklar karşısında özellikle spekülative sermayenin çıkışları döviz rezervleri üzerinde baskı yaratabilmektedir. Mevcut sabit kuru savunmak azalan döviz rezervleri yüzünden mümkün olamayabilirken, dalgalı kura geçmek de reel ekonomi için zararlı olabilmektedir. Sonuç olarak, bu sistemin sabit kur sistemi için öngörülen kısmı olan ticari işlemleri kur hareketlerinin dalgalanmalarından korurken, dalgalı kur sistemi şeklinde çalışan bölümü piyasadaki arz ve talebe göre hareket ederek, ekonomi otoritelerine, para politikası uygulamalarında esneklik sağlamaktadır (Ergül, 2012:15).

Sermaye kontrolleri, sermayenin dolaylı yoldan vergilendirilmesi yoluyla da yapılabilmektedir. Bu uygulamada, banka veya finansal kuruluşlar, ülkenin merkez bankasında faizsiz olarak, net döviz pozisyonunun belirlenen oranı kadar yabancı para veya bu tutarın yerli para karşılığı kadar sermaye tutmak zorundadır. Bu şekilde sermayenin getirisi daha az cazip kılınmaya çalışılmaktadır. Bu kontrol türü hem sermaye girişlerine hem de sermaye çıkışlarına uygulanabilir. Kazançsız rezerv zorunluluğu olarak adlandırılan bu uygulamanın amacı, kısa vadeli sermaye girişlerini uzun vadeye yayarak ülkeyi spekülative sermayenin zararlarından korumaktır.

Diğer dolaylı kontroller, para piyasası ve bankacılık sistemine ilişkin fiyat ve miktar bazlı önlemler olup, işlem ve yatırımcılar arasında farklılaştırmayı hedeflemektedir. Bu tür kontroller, yerleşik ve yerleşik olmayanların durumlarını farklılaştırmak için ticari bankaların yabancı para pozisyonlarına ya da açık

pozisyonlarına konulan limitleri, dışarıdan borçlanabilmek için kuruluşların belirli rating koşullarını sağlamaları gerektiğini ifade etmektedir.

2.5.2.1.3. Tobin vergisi

Uluslararası finansal sistem küresel olduğundan, uluslararası sermaye akımlarına karşı getirilecek en iyi çözüm de küresel nitelikte olmalıdır. Bugünkü uluslararası finansal sistem içinde, tek bir ülkede uygulanan sermaye kontrollerini hem uzun süre uygulamak güç olmakta hem de idari olarak maliyetli olabilmektedir. Bu durum ülkelerin bireysel olarak sermaye kontrolleri uygulayamayacakları anlamına gelmemekle birlikte, küresel düzeyde uygulanacak sermaye kontrollerinin amaca ulaşmak bakımından daha etkin olacağını söylemek mümkündür. Küresel düzeyde işbirliğine dayalı kontrollerden en önemlisi, Tobin vergisi olarak bilinen, döviz işlemlerinden alınacak vergidir (Esen, 1997:40).

Tobin vergisinin temel görüşünün ilk Keynes tarafından 1930'lu yıllarda ortaya atıldığı söylenebilir. Keynes bu yıllarda, finansal piyasalarda uygulanacak olan bir işlem vergisinin kısa vadeli spekülasyonu engelleyip, uzun vadeli yatırımları özendirceğini savunmuştur. Keynes'e göre, hisse senedi piyasalarında uygulanacak bu şekilde bir vergi, kısa vadeli kar elde etmek isteyenleri etkileyecek, ekonomik göstergelere bakarak yatırım yapmak isteyenleri etkilemeyecektir (Saraçoğlu ve Şahan, 2004:72).

Parasal işlem vergisi ile aynı anlamda kullanılan James Tobin'in ortaya attığı bir görüş olmasından dolayı Tobin vergisi olarak adlandırılan, parasal işlem vergisi, döviz piyasalarında spekülatif hareketleri caydırmayı ve döviz kurlarında istikrarı sağlamayı hedeflemektedir. Tobin vergisinin ortaya atıldığı günden günümüze kadar, küresel işlem hacminde ve bu işlem hacmi içindeki spekülatif hareketlerin geldiği boyutların yükselmesinden dolayı yeniden gündeme geldiğini söyleyebiliriz.

Tobin Vergisi' nin uygulanması çok basit bir mantığa dayanmaktadır. Herhangi bir para biriminin başka bir para birimine dönüştürülmesinde, bu dönüştürme işlemleri üzerine advalorem tipi düşük oranda bir vergi uygulanacaktır. Tobin, ilk çalışmalarında vergi oranının %0,1 ile %0,5 arasında olmasını önermiş, daha sonra vergi oranının %1'e kadar çıkabileceğini belirtmiştir. Ancak, Tobin' in

son önerdiği oran %0,2' dir. Düşük oranlı uygulanan bu vergi uzun vadeli yatırımlar üzerinde çok küçük bir etki meydana getirecekken, kısa vadeli spekülasyon hareketleri üzerinde daha büyük etkiler meydana getirecektir.

Dolar'ın Euro karşısında değer kazanacağını düşünen bir spekülasyonun 1 milyon Euro satın 1.1 milyon dolar aldığı (1 Euro: 1.1 Dolar) varsayımı altında dolar paritesi yükseldiği zaman (1.1 Dolar: 1.1 Euro) spekülasyon 1.1 milyon doları 1.1 milyon Euro karşılığında satacak 100.000 Euro kar elde edecektir. Bu şartlar altında söz konusu alım ve satım işlemine %0.5'lik bir Tobin vergisi uygulanması durumunda spekülasyon alım işlemi esnasında 5000 Euro, satım işleminde 5500 Euro vergi ödemek durumunda kalacaktır. Böylece gerçekleşen kar üzerinden %10.5 vergi alınmış olacaktır. Toplam işlem hacmi üzerinden spekülasyonun karına uygulanan verginin efektif oranı işlem sıklığının artmasına göre yükseliş gösterir (Aklan, 2006:63-64). Bu şekilde elde edilen spekülasyon kazançlarından ödenecek diğer normal vergilerin (Gelir Vergisi vs.) engelleyici olması zordur. Çünkü bu tür vergiler herhangi bir kar olduğu durumda söz konusu olabilecektir ama Tobin vergisinde her alım satım işlemi vergilendirildiği için karın veya zararın bir önemi yoktur. Bu durumda, spekülasyon dolar satın aldığı zaman 5000 Euro ve daha sonra sattığında 5.500 USD, diğer bir ifadeyle sermayesinin %1'i kadar bir vergiyi, herhangi bir kazanç elde edemese de ödeyecektir. Eğer beklenenin aksine dolar karşısında Euro değer kazanırsa, bir taraftan spekülasyondan zarar edilirken bir de vergi miktarı kadar bir zarar söz konusu olacaktır.

Küresel piyasalarda sermaye hareketleri sonucu çok büyük miktarlarda dövizin el değiştirdiği düşünülürse, %0.1 gibi düşük oranda bir vergileme yoluna gidilmesi bile döviz değişim işlemi azaltacağını söyleyebiliriz. Tobin vergisi işlem sayısı arttıkça daha belirgin bir maliyet unsuru olacağı için kısa vadeli sermaye hareketlerini azalacağı, buna rağmen işlem sayısının dolayısıyla vergi miktarının nispeten daha az olacağı uzun vadeli yatırımları etkilemeyeceği söylenebilir. Özetle, Tobin vergisi kısa vadeli sermaye hareketleri için azaltıcı bir etkiye sahipken, uzun vadeli sermaye hareketleri için azaltıcı bir etkisi söz konusu olmayacaktır.

Tobin vergisi uygulamasında ilk akla gelen konulardan bir tanesi de hangi işlemlerin vergiye dahil edilip hangilerinin istisna edileceğidir. Tobinin ilk görüşlerinde, ekonomik istikrarı bozan sermaye hareketleri veya ekonomik etkinliği

sağlayan sermaye hareketleri ayırımına gidilmeksizin tüm döviz işlemlerinin vergilendirilmesi öngörülmüştür. Yani Tobin vergisinde farklı ulusal para birimlerinin değişimini ihtiva eden bütün iktisadi işlemler vergilendirilmektedir. Ancak mevcut finansal sistemde farklı türev araçlar mevcuttur. Bu durum spekülâtorlerin döviz alım satımını başka türlü finansal araçlar ve işlemler ile gerçekleştirip vergiye tabi olmadan aynı sonucu gerçekleştirebileceğini ortaya çıkarmaktadır. Bu durum, Tobin vergisinin nihai hedefinin gerçekleştirilebilmesi için kapsamının future, opsiyon ve swap piyasalarını da kapsayacak şekilde genişletilmesi gerektiğini ortaya çıkarmaktadır (Açıkgöz, 2008:73).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİSİ

3.1. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ

Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri, ekonomik açıdan bir dönüşüm sürecinin yaşandığı 1980 öncesi ve sonrası olmak üzere iki döneme ayrılabilir. Bu iki dönem uygulanan ekonomi politikası ve ekonomik yapı açısından farklılıklar göstermektedir. Türkiye ekonomisi, gerek ülkenin bulunduğu konjonktürel durum, gerekse de küresel gelişmeler sonucunda ekonominin özel sektör kamu sektörü arasında ağırlığının değiştiği bir tarihsel süreç yaşamıştır. Özellikle cumhuriyet döneminin ilk yılları özel sektör ağırlıklı bir ekonomik model benimsenirken, daha sonraki yıllar kamunun ağırlığının arttığı dışa kapalı bir yapı yaşanmıştır. 1980'li yıllara gelindiğinde küreselleşmenin etkisiyle dışa açık kapitalist bir ekonomik model benimsenmiş ve hala da küresel boyutta ve her alanda yaşanan liberal piyasa ekonomisi geçerliliğini korumaktadır.

3.1.1. 1980 Öncesi Türkiye Ekonomisi ve Sermaye Hareketleri

Türkiye Cumhuriyeti, Osmanlı İmparatorluğundan kalan kötü ekonomik yapı, cumhuriyetin ilk yıllarında yaşanan küresel ekonomik kriz gibi etkenler yüzünden gerekli yatırım olanaklarına sahip değildi. Sermaye birikiminin yetersizliği yeni kurulan Türkiye Cumhuriyeti'nin ihtiyacı olan ekonomik kalkınmayı sağlayacak yatırımları yapmaya engel olmuştur. Cumhuriyet'in ilanı ile birlikte izlenecek olan ekonomi politikası konusundaki ilk resmi görüşler 1923 yılında toplanan İzmir İktisat Kongresi'nde açıklanmıştır. İzmir İktisat Kongresi'nde alınan kararlar doğrultusunda Türkiye Cumhuriyeti, liberal bir ekonomi politikası izlemeye ve ekonomik kalkınmayı özel sektör vasıtasıyla gerçekleştirmeye çalışmıştır. Bunun yanında yabancı sermayeyi engelleyici bir politika da benimsenmemiştir. Ancak bu

dönemde devletin özel teşebbüsü destekleyici politikalarının aksine özel teşebbüs kendisinden beklenen performansı sağlayamamıştır. Bunda, 1929 yılında yaşanan küresel ekonomik krizin ve izlenen millileştirme politikalarının yabancı sermaye üzerindeki yarattığı olumsuzlukların etkili olduğu söylenebilir.

1929 ekonomik buhranı, özel sektörün oluşumunu sağlayacak yeterli sermayenin olmaması, istenilen ekonomik kalkınmanın sağlanamamış olması v.b nedenlerden dolayı 1930' lu yıllarda yeni bir ekonomi politikası uygulanmaya başlanmıştır. Bu yeni politika 1930' lu yıllardan 1950'li yıllara kadar süren dönemde uygulanacak olan devletçilik politikasıdır. Bu politikada devlet, özel sektörün girmek istemediği ve/veya yeterli sermayenin olmamasından dolayı giremediği alanlara fiilen girerek üretimde bulunmuştur. Burada devletin amacı piyasaya girerek özel sektör ile birlikte ülke kalkınmasını sağlamaktır. Bu gelişmelere paralel uluslararası sermaye hareketlerine karşı bu yıllarda himayeci politikalar uygulandığı söylenebilir. Bu çerçevede, Türkiye uluslararası sermaye hareketlerini denetlemeye yönelik; Menkul Kıymetler ve Kambiyo Kanunu ile Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu çıkarmıştır. Burada hem sermaye hareketlerine yönelik hemde döviz hareketlerine yönelik bir denetleme amaçlanmıştır.

1929 Ekonomik Buhranı ve II. Dünya Savaşı dönemlerinde uygulanan içe dönük ekonomi politikası yerini, 1946-1960 yılları arasında 1944 yılında Bretton Woods (IMF, WB ve GATT) sisteminin hayata geçirilmesi ile sermaye hareketlerinde ve dış ticarete daha esnek bir sürece bırakmıştır (Acaravcı, 2000:56). 1950'li yıllardan itibaren küresel liberalleşme eğilimi çerçevesinde yabancı sermayeye karşı daha olumlu yaklaşım içerisine girilmiştir. Nitekim 1947-54 yılları arasında kurulan hükümetler, hükümet programlarında ekonomik girişimlerde yerli olduğu kadar yabancı sermayeye geniş yer vermek ve bunları teşvik etmek, aynı zamanda yabancı teşebbüsün tekniğinden geniş ölçüde fayadalanmak şeklinde düzenlemere yer vererek o günün ekonomik düzenine paralel bir görüş ortaya koymuştur.

1946-1960 döneminde, uluslararası sermayeyi teşvike yönelik çeşitli önlemler alınmış ve Maliye Bakanlığına uluslararası sermayenin dışarıya kısmen ya da tamamen transferi konularında yetki verilmiştir. Bu bağlamda cumhuriyet tarihinde doğrudan yatırımlar konusunda ilk düzenleme yoluna gidilmiş ve doğrudan

yatırımların döviz olarak getirilmesi, tarım, sanayi, ulaştırma gibi alanlara yatırılması uygun bulunmuştur. Bunun yanında uygun bulunma şartıyla doğrudan yatırım sonucu oluşan karın yurtdışına çıkışında izin verilmiştir (Karlık, 1997:524).

Türkiye Cumhuriyeti ilk kez 1946 yılında devalüasyon yapmış ve TL yaklaşık % 54,3 oranında devalüe edilmiştir. Ancak devalüasyondan sonra ihracatta beklenen artış sağlanamamış, ithalat artış göstermiş ve dış ticaret açığı ortaya çıkmıştır. Dış ticaret açığını kapatmak için Marshall yardımları çerçevesinde ülkeye gelen kaynaklar kullanılmıştır. 1950’li yılında hükümet, ithalatı %60 oranında serbestleştirmiş ve ithalat 1950 yılından 1956 yılına kadar büyüyen artış göstermiştir (Şahin, 1997:105-106).

1940’lı yılların ikinci yarısından itibaren uluslararası sermaye hareketlerine yönelik düzenlemelere gidilmişse de istenilen düzeyde yatırım gerçekleşmemiştir. Aşağıdaki tabloda görüleceği üzere; bu dönemde sermaye hareketlerinin tamamına yakını program kredileri ve diğer sermaye hareketleri şeklinde gerçekleşmiştir.

Tablo 3.1. 1950-1960 Döneminde Sermaye Hareketleri (milyon \$)

YILLAR	1950	1952	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
A.Cari işlemler dengesi	-50	-198	-177	-177	-75	-64	-64	-145	-139
B.Sermaye hareketleri	92	156	183	166	173	128	136	171	129
1.Dış borç anapara Ödemeleri	-15	-22	-73	-106	-89	-83	-69	-60	-65
2.Gıda ithalatı	0	0	0	0	14	32	42	27	22
3.Özel yabancı sermaye	2	10	8	3	2	17	13	7	24
4.Proje kredisi	5	6	14	15	8	5	4	1	2
5.Bedelsiz ithalat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6.Program kredileri	100	77	108	127	95	70	97	147	115
7.Diğer sermaye hareketleri	0	85	126	127	143	87	49	49	31

Kaynak: (DPT, 2012)

1960 yılı Türkiye’de siyasal, ekonomik ve sosyal dönüşümün yaşandığı bir dönüm noktasıdır. 1945-1960 yılları arasında uygulanan ekonomi politikasının istenilen iktisadi gelişmeyi sağlayamaması ve 27 Mayıs 1960 yılında yaşanan askeri müdahale sonucu planlı bir ekonomik model uygulanmaya başlanmıştır. Bu dönemde istenilen ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilebilmesi için kalkınma planları hazırlamak ve uygulamak için Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) kurulmuştur. 1960-1980 planlı ekonomi dönemi, ülkenin kamu kesimi için emredici özel kesim için yol gösterici kalkınma planları ve programları doğrultusunda hızlı ve sağlıklı bir şekilde kalkınmasını amaçlıyordu.

Bu dönemde özel sektörün, teşvikler, ucuz kredi ve dış rekabetten korunma gibi politikalarla desteklenmesi öngörülmekteydi. Kamu kesiminde özel sektörle birlikte özellikle özel sektörün giremediği alanlara girerek, belirli bir plan ve program dahilinde kalkınmayı sağlayacaktı. Bu çerçevede, daha önceleri ithal edilen tüketim maddeleri 1960’lı ve 1970’li yıllarda özel sektör tarafından üretilmeye çalışılacak ve bu yolla aşırı ithalattan kaynaklanan döviz darboğazı aşılmaya çalışılacaktı. Yani bu dönemde ithal ikameci sanayileşme dönemi yaşanmıştır..

Planlı dönemde de uluslararası sermaye politikaları belirli sapmalar göstermiş ve bu sapmalar plan ve programlara yansımıştır. Bütün dönemlerin ortak özelliği teşvik tedbirlerine rağmen yabancı yatırımlar için uygun bir ortamın oluşturulamamasıdır. Planlı kalkınma döneminde uluslararası sermaye ile ilgili yapılan bir başka düzenleme 12.09.1963 tarihli ve 17 sayılı karardır. Bu karara göre, yabancı sermayeyi teşvik kanunu ve petrol kanunu dışında, ülkenin ekonomik kalkınması için gerekli ve faydalı görülecek alanlarda iş yapmak veya ticari bir ortaklığa katılmak isteyen yabancı gerçek ve tüzel kişiler yapacakları işin gerektirdiği öz sermayeyi dışarıdan döviz olarak getirmek zorundadırlar. Bu karar ile yurda girecek uluslararası sermaye yatırımında, taşınır-taşınmaz mal alım ve satım karı, faiz ve benzeri gibi işlemlerden doğan kazançların ülke dışına çıkarılması ve kullanılması yasaklanmış, uygulama da ise bu yasak delinmiştir. Uluslararası sermayenin ülkeye girişi, yabancı firmaların Türkiye’de büro, şube, temsilcilik ve acente kurması şeklinde olmuştur (Şahin, 1997:306).

Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere, 1961-1974 yılları arasında sermaye girişleri, çoğunlukla resmi kanallardan gerçekleşmiştir. 1961-1970 yılları arasında

program kredileri en çok hacimli sermaye girişidir. 1968 yılında başlayan ikinci beş yıllık kalkınma planı döneminde, proje kredileri kullanımı yükselmiştir. Özel sermaye ise 1970’li yıllara kadar yok denebilecek bir düzeyde olmuş, bu yıllardan itibaren artmaya başlamıştır.

Tablo 3.2. 1961–1974 Döneminde Sermaye Hareketleri (milyon \$)

YILLAR	1961	1962	1964	1966	1967	1968	1970	1973	1974
A.Cari işlemler dengesi	-170	-242	-109	-164	-115	-220	-109	484	-179
B.Sermaye hareketleri	181	199	127	150	175	257	344	433	290
1.Dış borç anapara ödemeleri	-84	-97	-131	-146	-99	-108	-91	-72	-126
2.Gıda ithalatı(TL)	65	71	31	17	0	41	55	0	0
3.Özel yabancı sermaye	34	36	25	30	17	24	45	79	88
4.Proje kredileri	7	26	40	56	83	174	219	328	237
5.Bedelsiz ithalat	0	0	5	11	12	20	27	50	58
6.Program kredileri	118	94	117	162	162	106	89	48	33
7.Diğer sermaye hareketleri	41	69	40	20	0	0	0	0	0

Kaynak: (DPT, 2012)

3.1.2. 1980 Sonrası Finansal Serbestleşme ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

1980 öncesi dönem Türkiye’de mal piyasalarının, dış ticaretin, finansal piyasaların üzerinde kontrollü politikaların uygulandığı, piyasada kamu ve özel sektörün birlikte varolduğu, ithal ikameci politikaların izlendiği bir dönem olmuştur. Buna rağmen Türkiye ekonomisi, 1970’li yılların sonuna doğru ödemeler dengesi problemleri, yüksek oranlı enflasyon, borç krizleri v.b nedenler dolayısıyla 24 Ocak 1980 yılında alınan kararlar ile piyasa bazlı dışa açık bir ekonomik model sürecine

girmiştir. 24 Ocak kararları ile ekonomide yapısal bir dönüşüm yaşanmış, bu süreçte öne çıkan kavramlar serbestleşme ve dışa açıklık gibi kavramlar olmuştur.

24 Ocak tedbirleriyle, kısa dönemde temel iktisadi sorunların ortadan kaldırılması, ödemeler bilançosu problemlerinin giderilmesi, uzun vadede ise ekonomide yapısal dönüşümün gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır. Bu dönem de dışa açık ihracata yönelik sanayileşme çabaları benimsenmiştir. Bu şekilde dış ticaretin önündeki engellerin kaldırılıp fiyatın belirlenmesi, hem ulusal piyasalara hem de yurt dışındaki piyasalara bağlı hale gelmiştir. Dolayısıyla fiyat kontrollerinin terk edildiği, kaynak tahsisin birden çok piyasa tarafından belirlenen fiyata bağlı hale geldiği, ithalat kısıtlamalarının kaldırıldığı, bir ekonomik düzen benimsenmiştir. Aynı zamanda mal piyasalarına paralel, para piyasalarında faiz oranlarının ve döviz piyasalarında kurların aşamalı olarak serbest bırakılması benimsenmiştir.

Tablo 3.3. 1980 İstikrar Programı Hedefleri

HEDEFLER	
Arz-talep dengesini sağlamak	MAL PİYASASI
Kamu açıklarını düşürmek	
Özel kesimi desteklemek	
Devletin Küçülmesi	
Serbest piyasaya geçiş	
Ödemeler dengesi açıklarını kapatmak	
Ekonomiyi dış rekabete açmak	
Faiz haddinin serbestleştirilmesi	PARA PİYASASI
Döviz kurunun serbestleştirilmesi	
Sermaye piyasasının geliştirilmesi	
Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi	
Dış ticaret politikasının serbestleştirilmesi	

Kaynak: (Demircan ve Ener, 2003:96).

24 Ocak Programı üç bölümde incelenebilir. İlk aşama olan, 1980-83 dönemi istikrar programının uygulanması şeklinde seyretmiş, ikinci aşamada 1984'ten itibaren ekonominin serbestleştirilmeye ve yeniden yapılandırılmaya çalışıldığı bir dönem olmuştur. Son aşamada ise 1989'da yapılan yasal değişikliklerle birlikte mali piyasalar serbestleştirilmiş, özelleştirme uygulamaları başlamıştır (Kazgan, 1994:185).

3.1.2.1. Faiz oranlarına yönelik düzenlemeler

Türkiye'de, 24 Ocak kararlarıyla birlikte finansal düzenleme ilk olarak faiz üzerinde gerçekleştirilmiştir. 1980 öncesi, yatırımlarda artış sağlamak, kamu borçlanma maliyetinin düşük tutulması amacıyla faiz oranları kontrol edilmekteydi. Ama yüksek enflasyon nedeniyle mevduata uygulanan faiz oranı negatif olmakta, bu yüzden tasarrufların yatırımlara dönüşmesi gerçekleşmemekteydi. 1980 yılında yapılan düzenlemeyle, finansal piyasaların derinleşmesi ve tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinin önü açılmak istenmiş ve buna bağlı olarak faiz üzerindeki kontroller kaldırılıp, faiz oranlarının piyasa şartlarına göre belirlenmesi sağlanmıştır.

Faiz oranları ile ilgili yapılan bu düzenlemeden sonra, biri piyasada belirlenen diğeri büyük bankaların kendilerinin belirlediği ikili bir faiz meydana gelmiştir. Bankaların kendilerinin belirlediği faiz, büyük bankaların kendi aralarında mevduata uygulayacağı faiz oranını piyasa faiz haddinden daha düşük seviye de belirlemeye yönelik anlaşması ile oluşmuştur.

Bu dönemde işletmeler, mevduata uygulanan faiz oranından çok daha yüksek bir kredi faiz oranları ile borçlanmaları nedeniyle finansman yüklerini karşılayamaz duruma gelmişlerdir. Bu durum işletmeleri banker ve komisyonculara yöneltmiştir. Bu yönelme bir süre sonra banker piyasasında faiz oranlarında bir yükselmeye sebebiyet vermiştir. Banker Piyasası'nda ortaya çıkan bu yüksek oranlı faizler, işletmelerin borç aldıkları paraların faizini ödeyebilmek için, bankerlerden daha yüksek faizle borç almaya başlamasına neden olmuştur. Bir süre sonra işletmelerin, bankerlere olan borçlarını yüksek faiz oranları nedeniyle yerine getirememesi, Banker krizi olarak adlandırılan krizin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Tablo 3.4. Mevduat Faiz Oranlarının Gelişimi 1980-1993 (%)

Yıl		Enflasyon Oranı	Nominal Faiz Oranı	Yıl		Enflasyon Oranı	Nominal Faiz Oranı
1980	1	1.90	16.00	1987	1	26.20	39.00
	2	106.40	16.00		2	30.50	39.00
	3	100.90	26.00		3	34.40	47.00
	4	94.70	26.00		4	48.90	48.00
1981	1	40.00	38.00	1988	1	65.00	58.00
	2	37.90	38.00		2	67.60	58.00
	3	36.90	42.00		3	71.70	57.00
	4	25.60	42.00		4	69.70	75.10
1982	1	29.30	42.00	1989	1	61.80	65.00
	2	25.40	42.00		2	70.00	57.00
	3	26.50	42.00		3	75.50	57.00
	4	22.90	42.00		4	68.00	53.00
1983	1	28.40	42.00	1990	1	67.10	51.00
	2	28.10	36.00		2	54.10	51.00
	3	28.50	32.00		3	48.90	51.00
	4	40.10	47.00		4	49.30	52.80
1984	1	36.30	53.00	1991	1	50.70	64.40
	2	58.20	57.00		2	57.03	61.90
	3	57.30	59.00		3	56.30	71.90
	4	53.50	59.00		4	59.20	72.70
1985	1	60.10	59.00	1992	1	68.10	71.70
	2	36.40	59.00		2	57.80	74.70
	3	36.60	50.00		3	60.10	73.90
	4	38.30	50.00		4	61.40	74.20
1986	1	29.30	49.00	1993	1	53.30	74.00
	2	30.90	47.00		2	60.60	74.60
	3	29.10	47.00		3	60.00	74.50
	4	24.50	43.00		4	55.70	74.70

Kaynak: (TCMB, 2013)

Yaşanan bu krizler karşısında hükümet, faiz oranlarının belirlenmesi konusunda yeni düzenlemeler yapmak zorunda kalmıştır. Böylece, izin verilen en büyük dokuz banka mevduat faiz oranlarını belirlemeye yetkili kılınmıştır. Ancak, bu bankaların, daha önceki gibi faiz oranlarını yükseltmekte isteksiz davranmaları üzerine, mevduat faiz oranlarını belirleme yetkisi Aralık 1983'te sadece TCMB'ye verilmiştir. TCMB'nin Haziran 1987'de yayımladığı bir tebliğle bankalara, belli bir üst sınıra kadar faiz oranlarını kendileri belirlemeleri için izin verilmiş, en nihayetinde 12 Ekim 1988'de tüm mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır (TCMB, 2002:12-13).

Faiz oranları 1988 yılında tamamıyla piyasa koşullarına bırakılsa da, daha sonraki dönemlerde, olumsuz konjonktürel koşullara göre devletin müdahalesi söz konusu olmuştur. Örneğin 1994 yılında yaşanan ekonomik krizin ardından faiz oranlarının aşırı yükselmesi sonucu merkez bankası faiz oranlarına müdahale ederek belli bir süre faiz oranlarını kontrol altında tutmuştur.

3.1.2.2. Kambiyo rejimine yönelik düzenlemeler

Finansal serbestleşme sürecinde, faiz oranlarının serbest bırakılmasını takiben yapılan ikinci düzenleme kambiyo rejimi ile ilgili yapılan düzenleme olmuştur. 1980 yapısal dönüşümden önceki dönemde sabit döviz kuru rejimi uygulanmış ve Türk Lirasının değeri hükümet tarafından değişen ekonomik koşullara göre ayarlanmıştır. Ancak, yapılması gereken ayarlamalarda ortaya çıkan gecikmeler Türk Lirasının bazı dönemlerde belirgin şekilde ve aşırı derecede değerlenmesine neden olmuştur. 1980 yılında yürürlüğe giren istikrar programıyla daha gerçekçi ve esnek bir döviz kuru politikası yürürlüğe konmuş ve Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değeri düşürülmüştür (TCMB, 2002:10).

1 Mayıs 1981 tarihinden itibaren TCMB günlük kur ayarlamalarına başlamıştır. Bunun yanında, 1982 yılından itibaren ticari bankalara, gerek döviz transferi sağlamak gerekse de sermaye çıkışını engellemek için döviz bulundurma imkanı tanınmıştır. Kambiyo rejimine ilişkin bir diğer düzenleme ise, 1984 tarihli ve 30 sayılı kararname olmuştur. Bu kararnameyle birlikte ülkede döviz tutulmasının, kullanılmasının ve ülkeye döviz getirilmesinin önündeki engeller kaldırılmıştır. Aynı zamanda yurt içi ve yurt dışı yerleşiklerin bankalarda döviz mevduatına izin verilmiş

ve bankaların TCMB tarafından belirlenen kurların üst ve alt sınırlarında kalma şartıyla kendi belirledikleri kurlar üzerinden işlem yapabilmesine olanak tanınmıştır (TCMB, 2002:11).

1989 yılında kambiyo rejimi ile ilgili yapılan en önemli düzenleme Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 sayılı kararın yürürlüğe girmesi olmuştur. Bu düzenlemeyle, dış finansal serbestleşmenin ve kambiyo rejimine ilişkin serbestleşmenin en önemli adımı atılmıştır. 32 Sayılı Karar'ın en önemli özelliği uluslararası hareketleri tamamen serbest hale getirmesidir (Uzunoğlu vd., 1995:101-110). Bu düzenlemeye göre:

. Türkiye'de yerleşik kişilere bankalar, yetkili kuruluşlar ve özel finans kurumlarından istedikleri kadar döviz satın alma ve bunu yurt dışına aktarma izni verilmiştir.

. Dışarıda yerleşik kişilerin borsada işlem gören Türk menkul kıymetlerini Türkiye'de sermaye piyasası kanununa göre faaliyet gösteren bankalar ve aracı kurumlar aracılığıyla satın almaları, satmaları, bu kurumlar aracılığıyla transfer etmeleri ile Türkiye'de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla yabancı borsalarda işlem gören menkul kıymet satın almaları ve bu kıymetlerin alış bedellerinin transfer ettirmeleri, serbest bırakılmıştır.

. Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışından her tür (ayni, nakdi ve gayrinakdi) kredi almalarını ve Türk bankalarının döviz kredisi açmalarını düzenleyen esaslar liberalleşmiştir (Kepenek ve Yentürk, 2000:287).

3.1.2.3. Sermaye piyasasının oluşturulmasına yönelik düzenlemeler

Türkiye'de finansal serbestleşmeye yönelik bir diğer düzenleme, menkul kıymetler piyasasına yönelik Sermaye Piyasası Kanunu'nun çıkarılması ile başlamıştır. Bu kanundan doğan, sermaye piyasalarının düzenlenmesi, geliştirilmesi ve denetlenmesi görevini yerine getirmek için 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. SPK, sermaye piyasalarının etkin bir şekilde işleyebilmesi, yatırımcıların haklarının korunabilmesi için tebliğ, yönetmelik gibi hukuki düzenlemeler yapabilme yetkisine sahip kılınmıştır. Bu tarihten itibaren bankalar ve diğer finans kurumları sermaye piyasasında yürüttükleri aracılık faaliyetlerinde Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri ve SPK denetimine tabi duruma gelmişlerdir.

Sermaye Piyasasına yönelik bir diğer gelişme, 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının açılmasıyla olmuştur.

Sermaye Piyasasına yönelik düzenlemelerin ardından, piyasalara işlevsellik ve derinlik kazandıracak yatırım fonları, yatırım ortaklığı gibi finansal kurumların ve finansman bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, kar-zarar ortaklığı belgeleri gibi finansal araçların ihracı imkanı ortaya çıktığı görülmektedir.

3.1.2.4. Merkez Bankası ve bankacılık sistemine yönelik düzenlemeler

1980 sonrası bankacılık sistemine ve MB'nın yapısında meydana gelen değişikliğe bakıldığında, 1980'li yılların ortalarına kadar bankacılık sisteminde, iletişimi sağlayacak bir ağın olmadığı ve bankacılık sisteminde bir bölünmüşlüğün söz konusu olduğu söylenebilir. Bu durum kaynakların piyasa şartlarında etkin ve verimli kullanımı açısından büyük bir sakınca teşkil etmekteydi. Bu sorunu çözmek için, kısa dönemli likidite ihtiyacının karşılanması, bankalararası rezerv hareketlerini oluşturmak, sistemdeki likiditenin düzenlenmesi ve dengeli bir biçimde bankalar arasında dağılımına yardımcı olmak ve kaynakların daha etkin bir şekilde kullanılmasını sağlamak amacıyla gerekli kurumsal düzenlemeler yapılmış ve 2 Nisan 1986 tarihinde Bankalararası Para Piyasası kurulmuştur (Yeldan, 1997:83). Yine bu dönemde, MB'nın para arzının kontrolüne yönelik daha önce özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapılarının, harcamalarının ve borçlanma taleplerinin doğrudan kontrolü şeklinde işlettiği politikadan vazgeçerek, açık piyasa işlemleri ile para arzını kontrole yöneldiği söylenebilir. Bu politikaya göre, MB açık piyasa işlemleri ile ticari bankaların Türk Lirası cinsinden rezervlerini kontrol ederek, hem faiz politikasını uygulamış, hem de bankaların pasiflerini kontrol altında tutarak para arzının kontrolünü sağlamış olacaktır.

Merkez bankasına yönelik yapılan bir diğer değişiklik ise, 1988 yılında döviz ve efektif piyasalarının kurulmasıyla gerçekleşmiştir. Bu şekilde, Türk Lirası karşılığı döviz alım-satım işleminin gerçekleştirilmesi, kurların belirlenmesi ve bankacılık sistemindeki döviz ve efektif kaynakların daha verimli kullanılması amaçlanmıştır. Döviz ve efektif piyasaları, rezervlerin daha etkin bir şekilde kullanılması olanağını sağlayan bir yapılanma olduğu söylenebilir.

3.1.2.5.Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik düzenlemeler

Türkiye’de 24 Ocak kararları ile başlayan ekonomik ve finansal reformlar sermaye hareketleri açısından 1989 yılında alınan 32 sayılı karar ile tamamlanmıştır. 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar ile sermaye hareketleri tamamen serbestleşmiş ve konvertibiliteye yönelik önemli adımlar atılmıştır. Bu düzenlemeye göre:

. Türkiye’de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiçbir sınırlama olmaksızın döviz alabilir ve döviz bulundurabilirler.

. Türkiye’de yerleşik kişiler, Türkiye’de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları döviz ülkeye getirebilirler.

. Dışarıda yerleşik kişilerin İMKB’de kote edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymet alma ve satmaları serbesttir.

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

. Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurtdışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir. Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yollarında yurt dışına çıkarmaları serbesttir.

. Yabancı sermayenin satışından ya da tasfiyesinden doğan gelirler bankalar ya da özel finans kurumları aracılığıyla ülkeye dışına transfer edilebilir.

. Yurtdışından döviz kredisi almak serbesttir.

. Dışarıda yerleşik kişilerin Türk lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri Türk lirası ya da döviz olarak transfer ettirmeleri serbesttir.

. Gayrimenkul satışları üzerindeki yasak kaldırılmıştır ve gayrimenkul satışından elde edilen gelirin transfer ettirilmesi serbest bırakılmıştır.

. Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve bankalar aracılığıyla transfer ettirmeleri ve yurt dışına Türk lirası göndermeleri serbesttir.

. Bankalar ve özel finans kurumları ithalat, ihracat ve görünmez transferler dışında 500.000 ABD doları ya da eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler.

. Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında temsilcilik ve irtibat büroları vb. açmaları serbesttir (TCMB, 2002:17).

Uluslararası sermaye hareketlerinin önünün açılması 1980’lerin sonuna doğru ortaya çıkan iktisadi sorunlar neticesinde hız kazanmıştır. Bu dönemde kamu kesimi borçlanma gereğinin önemli boyutlara çıkması, istenilen ekonomik büyüme için gerekli tasarrufların bu yolla sağlanmak istenmesi, kamu açıkların finansmanı için kaynak ihtiyacı gibi sebepler sermayenin serbestleştirilmesi sürecini hızlandırmıştır. Aynı zamanda, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine ilişkin yapılan düzenlemelerle, uluslararası sermaye piyasaları ve Avrupa ile bütünleşmenin gerçekleştirilmesi de amaçlanmıştır. Yine bu dönemde, içe dönük finansal serbestleşmenin bir uzantısı olarak faizler üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve kambiyo rejimine ilişkin yapılan düzenlemeler, dışa dönük bir finansal serbestleşmeyi zorunlu kılıyordu.

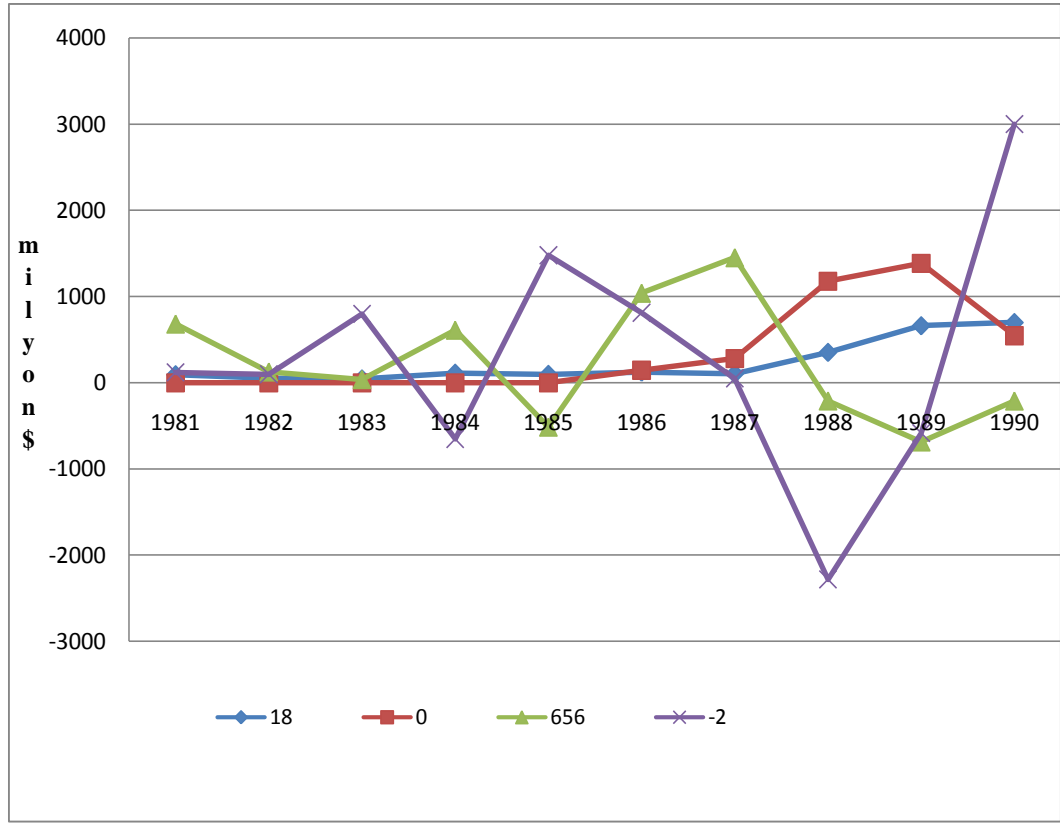
1990 yılı öncesi dönem cari açıkların finansmanı resmi hareketler ve yurtdışı işçi gelirleri ile gerçekleştirilirken bu dönemden sonra özel sermaye hareketlerinin önemini arttırdığını söyleyebiliriz. Sermaye girişleri bir yandan talep artışı meydana getirirken diğer yandan firmaların ihtiyaç duyduğu kaynaklara ulaşma imkanı doğurmuştur. Ama bu kaynakların kullanımını ülkeye gelen sermayenin kısa vadeli ve spekülatif niteliğinden dolayı yüksek maliyetle olmuştur.

3.2. TÜRKİYE’DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

3.2.1. 1980-1990 Yılları Arası KVSH

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yönünü ve miktarını belirleyen ekonominin gelişim potansiyeli değil, daha çok finansal yatırım sonucu elde edeceği getiri ve faiz-kur arbitrajı belirlemektedir. Bu yüzden bu tür sermaye hareketlerinin büyük ölçüde spekülatif olduğu ve yönelmiş olduğu ülkedeki ekonomik ve siyasi gelişmelere anında tepki verebilmesi dolayısıyla hareket kabiliyeti yüksek olduğu söylenebilir. Vade yapılarının kısa olması nedeniyle, ekonomiye uzun dönemli olumlu etkisinin olmamasının yanında bazen yönelmiş olduğu ülke ekonomilerinin krize girmesinde sebebiyet verebilmektedir. Bütün bu olumsuz etkilerin, gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de özellikle finansal serbestleşme politikaları ile birlikte yaşandığı söylenebilir.

1980–1990 yılları arası finansal serbestleşme politikalarının uygulandığı yıllar olmuştur. 24 Ocak kararlarının getirdiği finansal serbestleşme politikalarının etkisiyle sermaye girişlerinde bir artış olmuş ama düşük seviyelerde kalmıştır. Bu sermaye girişlerinin para piyasalarına yönelik kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri olduğu söylenebilir. Bu dönemde doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarının çok sınırlı kaldığını, buna rağmen sermaye piyasalarına yönelik düzenlemelerin ardından portföy yatırımlarında hızlı bir artış olduğu görülmektedir (Grafik 3.1).



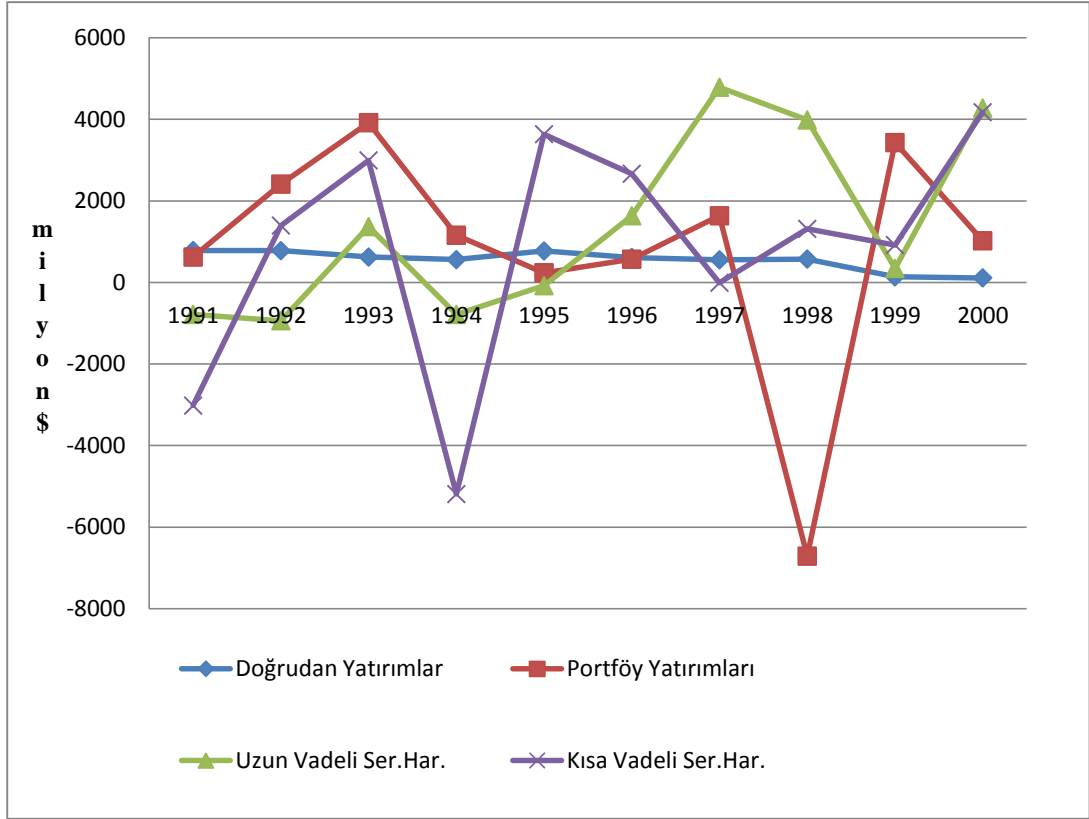
Grafik 3.1. 1980-1990 Yılları Arası Sermaye Hareketleri (TCMB, 2002:25)

3.2.2. 1991-2000 Yılları Arası KVSH

1989'daki finansal serbestleşme ile birlikte sermaye hareketlerine yönelik kısıtlamaların ortadan kaldırılması, spekülasyon sermaye hareketlerinde bir artışa neden olmuştur. Yaşanan bu finansal serbestleşme, döviz kurlarının 1990'lı yıllarda mal ticaretinden çok sermaye hareketlerine bağlı olmasına ve döviz kurunun ana

işlevinden kopmasına neden olmuştur. Nitekim Türkiye'nin dış ticareti, TL'nin değer yitirmesini, doların ise değer kazanmasını gerektirirken, gerçekleşen sermaye hareketleri tam tersi bir durumun ortaya çıkmasına neden olmuştur. Finansal serbestleşmenin ve kamu açıklarının etkisiyle uygulanan pozitif reel faiz politikası, döviz kuru ile faiz arasındaki makasın açılması ve mal hareketlerinden bağımsız sermaye hareketlerinin ortaya çıkması sonucunu doğurmuştur. Türkiye'ye dolar getirilerek TL'ye çevrilmiş ve yüksek faiz geliri sağlayan hazine bonosu ve devlet tahviline yatırım yapılmıştır. Yatırım yapılan kamu kağıdının vadesi geldiğinde önemli bir faiz geliri elde edilmiştir. Elde edilen faiz ve anapara yeniden yabancı paraya çevrildiğinde, yerli paranın vade dönemi içinde değer kazanması durumunda ek bir arbitraj kazancı sağlanmıştır. Dolayısıyla, yüksek faiz oranı ve değerli döviz kuru sıcak para olarak da adlandırılan spekülatif sermaye girişini hızlandırmıştır (Sönmez, 1998:503-504).

Finansal piyasalarda serbestleşme yönünde uygulanan politikalar, 1990' lı yıllarda finansal piyasaların derinlik kazanması yönünde ivme kazanmasını sağlamıştır. Ancak bu süreç, iktisat kuramının öngördüğü tasarruf-yatırım etkinliğinin artması ve sabit yatırımlara yönelik kredi havuzunun genişlemesini sağlayamamıştır. İktisat literatüründe McKinnon-Shaw tezi diye bilinen iktisadi görüşe göre, finansal serbestlik tasarruf ve yatırım davranışlarını uyaracak, dolayısıyla kalkınma temposunu hızlandıracaktır. Ancak finansal serbestlik deneyiminin Türkiye sonuçları bu beklentiyi gerçekleştirilmemiş; tam aksine reel üretim yapısının dalgalanmalara maruz kaldığı, ülkeye gelen yabancı kaynakların kamu açıklarını finanse etmekten öteye gidemediği, ranta yönelik davranışların gelir dağılımında bozulmalara sebebiyet verdiği ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin finansal piyasalarda neden olduğu iktisadi iktikrarsızlıkların yaşandığı bir süreç olarak yaşanmıştır (Harman, 2006:131). Dünyadaki gelişmelere paralel Türkiye'de de 1990 yılından sonra kısa vadeli sermaye hareketlerinde ve portföy yatırımlarında bir artış meydana gelmiştir. Buna bağlı olarak sermaye hareketlerinde oynaklığın arttığı ve krizlerle neticelenen dönemler yaşanmıştır.



Grafik 3.2. 1991-2000 Yılları Arası Sermaye Hareketleri (TCMB, (2013))

32 Sayılı Karar sonrası Türkiye’de yaşanan sermaye hareketlerine baktığımızda, 1990 yılından sonra sermaye hareketlerinin hacminde bir artış olduğu ve küresel konjonktüre göre sermaye hareketlerinin dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. 1990 yılında 3 milyar dolarlık kısa vadeli sermaye girişine karşın, 1991 Körfez krizi ve 1994’te Türkiye’de meydana gelen krizin etkisiyle ülkeden önemli oranlarda sermaye çıkışları yaşanmıştır. 1992 ve 1993 yılları ise, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ve portföy yatırımlarının, sırasıyla 3,8 ve 7 milyar dolarları bulunduğu yıllar olmuştur. 1994 yılında yaşanan ekonomik krizin ardından, 1995 yılında kısa vadeli sermaye hareketlerinde tekrar bir artış olmuş ve toplam sermaye hareketleri içindeki payı %77 olmuştur. 1996 yılında ülkemize 2.6 milyar dolar, 1998 yılında 1.3 milyar dolar, 1999 yılında 1 milyar dolar civarında net kısa vadeli sermaye girmiş iken, 2000 yılında net kısa vadeli sermaye girişi en yüksek seviyesine çıkararak 4.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.2).

3.2.2.1. 1994 Krizi

Finansal serbestleşme sonrası, iyi regüle edilememiş finansal piyasalarda spekülâtif sermaye hareketlerinin serbestçe hareket alanı bulması, dışarıdan kısa vadeli borçlanan bankaların taşıdığı vade ve kur riskleri, hükümetin finansman ihtiyacından dolayı mevduat sahiplerine sağladığı garantiler ve bunun neden olduğu ahlaki risk, aşırı kredinin meydana getirdiği ithalat artışı ve buna bağlı oluşan cari açık v.b. olumsuz gelişmeler sermaye hareketlerinden istenilen faydayı sağlamanın önüne geçmiştir (Şimşek, 2007:49-50). Bu gelişmeler sonrası, piyasada hakim olan güvensizliğinde etkisiyle sermaye çıkışları yaşanmıştır. Özellikle kısa vadeli sermayenin 5 milyar dolar gibi büyük miktarlarda ve hızlı bir şekilde ülkeyi terk etmesi kırılğan olan ekonominin daha da bozulmasına neden olmuş ve 1994 yılında ciddi bir kriz patlak vermiştir.

1994 yılında yaşanan kriz, temelde uygulanmakta olan maliye politikalarının sürdürülemez hale gelmesinden kaynaklandığı söylenebilir. 1988 yılından 1993 yılına kadar kamu kesimi borçlanma gereği sürekli artış göstermekteydi. Kamu kesiminde çalışanlara yapılan yüksek ödemeler, ileri boyutlara varan destekleme politikaları ve KİT zararları kamu kesimi borçlanma ihtiyacının yükselmesine neden olmuştur. Bu dönemde ödemeler dengesinin artık tek başına kriz nedeni sayılmaktan çıkmış, beraberinde bütçe açıkları da kriz nedeni olmuştur (Meriç, 2001:778).

4 Şubat Kararları sonrası 1988-1989 yılında gözlenen durgunluğun önlenmesi için dünyada daha önce uygulanmış olan, aşırı değerli kur ve yüksek faiz politikası ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi kanalıyla Türkiye ekonomisi bir nevi “ithalata dayalı büyüme” diyebileceğimiz, yapay bir sınırlı canlanma dönemine girmiştir. Mevcut mevzuat ve ekonomik koşullar banka, büyük şirket, holding ve hatta KİT’lerin yurtdışında borçlanmasına ve elde ettikleri bu fonlarla yüksek faiz ve kur makasından yararlanmalarına olanak sağlamış, bu durumda oluşan açık pozisyonlar 1994 krizinin nedenlerinden birini oluşturmuştur. Krizi hazırlayan etkenlerden birisi de 1981 yılından itibaren kontrolden çıkmaya başlayan ve 1990 yılından itibaren de hızla yükselen enflasyon oranıdır. Türkiye’de yaşanan kronik enflasyonist süreç bir yandan ekonomideki belirsizliği artırıp gelir dağılımı üzerinde olumsuz etki yaparken, diğer taraftan asıl ortaya çıkış sebebi olan kamu açıklarının

katlanarak artmasına neden olmuştur. Diğer yandan iç ve dış borçla finanse edilmeye çalışılan kamu açıkları, borç anapara ve faiz ödemelerinin sürekli katlanması dolayısıyla bir türlü daralma sürecine girememiş ve son çare olarak emisyon hacmi arttırılarak kamu açıkları finanse edilmeye çalışılmıştır (Eroğlu, 2003:8).

1991 yılındaki Körfez krizinin ortaya çıkardığı makroekonomik dengesizliklerinde, 1994 krizinin ortaya çıkmasında etkili olduğu söylenebilir. Körfez savaşıyla birlikte Türkiye'nin bölge ile ekonomik ilişkilerinde bir zayıflama söz konusu olmuştur. Petrol boru hattının devre dışı bırakılması, bölgeye yönelik ihracatın durması, bölgedeki terör olaylarının artması gibi nedenlerle Türkiye ekonomisi önemli kayıplarla karşı karşıya kalmış ve bu kayıplar bütçe ve ödemeler dengesi üzerinde kendisini göstermiştir. Bahsedilen kamu açıklarının ve cari açıklarının, kısa vadeli sermaye yoluyla finanse edilmesi söz konusu olmuş ve faiz yükü dahada artış göstermiştir. Faiz yükünün yüksek boyutlara gelmesi üzerine 1993'ün ikinci yarısında ekonomi otoritesi faiz oranlarını aşağı çekmeye başlayınca, likit fonlar borsa, döviz piyasası ve altın piyasası arasında gidip gelmeye başlamış, spekülasyon hareketleri hızlanmıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleştiği, cari açıkların ve kamu açıklarının kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edildiği bir ortamda, faizleri düşürmenin dövize olan talebi arttırabileceği buna bağlı sermaye çıkışlarına yol açabileceği gerçeği göz ardı edilmiş ve 1994 yılında büyük miktarda bir sermaye çıkışı yaşanmıştır.

Buraya kadar yapılan açıklamalar değerlendirildiğinde, 1994 öncesi bütün kriz göstergelerinin hemen hemen tamamının olumsuz olduğu görülmektedir. 1989-1994 dönemi; döviz piyasası, para piyasası ve sermaye piyasası süratle kaygan fonların baş döndürücü bir hızla piyasalar arasında yer değiştirdiği, yöneldiği piyasa da fiyatları yükselttiği, terk ettiği piyasalarda fiyatların düşmesine neden olduğu bir dönem olarak geçmiştir. 1992 yılında yurtdışından kısa vadeli fonların gelmesi için faiz oranları yükseltilmiştir. Reel faiz oranlarının yükselmesi özel sektörü olumsuz etkilemiştir. Mevcut kredi faizi ile sanayi kesimin üretim yapması olanaklı olmamıştır. 1993 yılının ikinci yarısından itibaren kamu otoritelerinin, özel sektörden gelen baskılar nedeniyle faiz oranlarını düşürmesi döviz kurlarının yükselmesine ve sıcak paranın yurtdışına gitmesine neden olmuştur. Bu da 1994 yılı başında döviz krizini hazırlayan en önemli faktördür. Böyle bir ortamda iç ve dış piyasalarda

ekonomiye olan güvenin azalması ve uluslararası reyting kuruluşu Moodys'in Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi krizi başlatmıştır (Yurdakul ve Erdal, 2003:598).

3.2.3. 2000 Sonrası Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

3.2.3.1. 2001 Krizi

IMF' nin görüşleri doğrultusunda hazırlanmış olan ve 1999 yılında imzalanan Stand-By antlaşması krizin ortaya çıkışını anlama açısından önem kazanmaktadır. Programın temel özelliklerinden birisi para tabanındaki değişimleri Merkez Bankası'nın net dış varlıklarındaki değişmeye bağlamasıdır. Bu arada Merkez Bankası'nın net iç varlıklarına da belirli bir limit konulmuştur. Sabit döviz kuru uygulamasının özellikle gelişmekte olan ülkelerde bankacılık krizleri ile sonuçlandığı gözlenmiştir. Bu krizlerin reel maliyetinin de oldukça yüksek olduğunu kanıtlamaktadır (Domaç ve Peria, 2003:41). Uygulamaya konulan program diğer taraftan temel olarak 2002 sonuna kadar enflasyonu kademeli olarak azaltmayı ve 2000 yılı sonunda TEFÉ'de %20'lik, TÜFE'de %25'lik bir hedef, 2001 yılı için %10-%12 ve 2002 için %5 ve %7'lik hedefler belirlemiştir. Kamu kesiminin GSMH'ya Oran olarak %3,7 oranında fazla vermesi öngörülmüştür. Bu hedefler için vergi gelirlerinde ve özelleştirme gelirlerinde artış, personel gelirlerinde ve transfer ödemelerinde azalış öngörülmüyordu (İnandım, 2005:5).

Bu programın aksayan yönleri Şubat 2001 krizinin ortaya çıkmasında etkili olmuştur. Örneğin döviz kurunu çıpa olarak belirlemenin ulusal paranın aşırı değerlendirilmesine neden olabileceği ve dolayısıyla cari işlemler dengesinin negatif yönde etkilenebileceği öngörülmemiştir. Nitekim reel kur, program uygulanmaya devam ettiği süre içinde değerlendirilmeye devam etmiştir. Faizler hızlı bir şekilde düşürülmüştür. Faizlerde yaşanan azalma ertelenmiş tüketim isteklerini gündeme getirmiş ve özellikle tüketime yönelik talepte büyük bir artış yaşanmıştır. Bu durum ithalatın çok fazla artması sonucunu doğurmuştur. İthalat büyük miktarlarda arttığı için de Türkiye'nin cari işlem dengesi olumsuz yönde etkilenmiştir (Keskin, Kiriş ve Şentürk, 2006:54).

Türkiye ekonomisinin 2001 yılında yaşadığı şiddetli finansal krize yol açan nedenlerin başında üç faktörün yer aldığı söylenebilir. Bunlar: dış ödemeler

denge içinde giderek artan öneme sahip olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin istikrarsızlığı, döviz kuru politikasının inandırıcı bir uygulamaya konulamaması, bankacılık kesiminin ekonomik olmayan davranışlarıdır (Eren ve Süslü, 2001: 669).

Ancak programın, spekülasyon hareketlere açık ve Merkez Bankasının pasif kalmasına dayalı olması, programdan istenilen sonuçların elde edilmesini engellemiştir. İzlenen sabit döviz kuru ve yüksek reel faiz politikası, yurt içinde TL'ye yüksek oranda faiz getirisi sunmuş ve kurlarda meydana gelen artış yatırımcıların, aynı zamanda arbitraj geliri elde etmelerine neden olmuştur. Bu süreçte, yüksek getiriden faydalanmak isteyen yabancı yatırımcı, 2000 Kasımına kadar yatırımlarını artırmıştır. Kasım 2000 tarihine gelindiğinde ise cari işlemler açığının hızla artması ve yabancı yatırımcıların ani döviz talebinden doğan piyasa dengesizliği karşısında yükselen döviz talebiyle birlikte, piyasadan para çekilmesi sonucu faiz oranları artmıştır. Bu yüzden, tüm bu gelişmeler 1994 den sonra ülkede, yeni bir krizin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Türkiye'nin 1990 yaşamış olduğu krizler, 1980 öncesi yaşamış olduğu krizlerden yapısal olarak farklılıklar gösterdiğini söyleyebiliriz.

Tablo 3.5: Türkiye'de Yaşanan Ekonomik Krizlerin Anatomisi

	1980 Öncesi	1980 Sonrası
Krizlerin Nedeni ve Niteliği	Yapısal sorunlardan kaynaklanan daha çok ödemeler dengesi krizleri	Dışsal etkilerden kaynaklanan finansal içerikli para krizleri
Krizlerin Reel Ekonomiye yansımaları	Sınırlı	Geniş ölçekli ve yaygın
Ekonomi Politikası	İthal ikameye dayalı sanayileşme	İhracata dayalı sanayileşme
Krizler Karşısında Alınan İstikrar Tedbirleri	Daraltıcı bütçe ve maliye politikaları uygulamaları	Daraltıcı para politikası uygulamaları
Sermaye Akımları	Kısıtlamalara tabi ve krizlerin oluşumunda belirleyici rolü bulunmamakta	Tamamen serbest ve krizleri oluşturan temel etkenlerden biri konumunda
Bankacılık Sektörü	Devlet kontrolünde ve kriz yaratıcı etkisi bulunmamakta	Liberal ve denetimden görece uzak bir sistem ve krizlerin oluşumunda ana aktörlerden biri konumunda
Kamu Kesimi Borçlanma Gerekisini (KKBG)	Kalkınma Planları çerçevesinde ve sürdürülebilir seviyede	Sürdürülemez boyutlarda
Dış Ticaret Açığı	Yapısal nedenler sebebiyle oluşmakta	Dışsal etkiler nedeniyle oluşmakta
Devlet Bütçesi Finansmanı	Vergiler ve uzun vadeli dış krediler	Kısa vadeli dış krediler ve yoğun iç borçlanma

Kaynak: (Keskin, Kiriş ve Şentürk, 2006:48).

Türkiye’de sermaye hareketleri üzerindeki 2000/2001 bulguları göstermektedir ki, yabancı yatırımcıların Türkiye’deki menkul değerler (hazine bonoları ve hisse senetleri) ile ilgili giriş ve çıkışları ile yabancı bankaların Türk bankalara açtığı kısa vadeli krediler en büyük istikrarsızlık öğeleridir. Yerli aktörler ise, özellikle canlanma döneminde büyük miktarlarda sıcak para çıkışlarına yönelerek, yabancı sermaye girişleri üzerinde önemli bir sızıntı oluşturmakta; brüt dış borcun aşırı büyümesine ve sermaye hareketleri ile cari açığın finansmanı arasındaki kopukluğun artmasına katkı yapmaktadırlar (Boratav:2001:7).

3.3.TÜRKİYE’DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİ

Küresel boyutta finansal serbestinin sağlanması ve buna bağlı olarak ortaya çıkan sermaye hareketleri, gelişmekte olan ekonomileri kaçınılmaz olarak etkilemektedir. Çünkü enflasyonun, bütçe açıklarının, faiz oranlarının yüksek, bankacılık sisteminin kırılgan ve siyasi istikrarsızlığın hakim olduğu bir ekonominin dışa açılması, özelliklede spekülasyon sermaye hareketlerinin var olduğu olduğu bir ortamda ekonomi politikalarının etkinliğini azalmakta ve politikalar arasında koordinasyon sağlanmasında gitgide zorlaştırmaktadır. Belirtilen sorunlar giderilmeden dışa açılan bir ekonomide tek bir amaca odaklanması ve belirlenen amacın elde edilmesini sağlayacak ekonomi politikalarının diğer iktisadi değişkenlerle göz önünde bulundurulmaması krizlere neden olabilmektedir (Kansu 2003:148-149).

Türkiye, 1980’ li yıllardan itibaren finansal serbestleşmeye yönelik yaptığı düzenlemeler sonrası, büyük miktarlarda kontrolsüz spekülasyon sermayenin girişine sahne olmuş ve bazı dönemlerde krize dönüşen bir ekonomik konjonktür durumu yaşamıştır. Bu bölümde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin hangi şekilde temel makro değişkenler üzerinde etkide bulunduğu incelenecektir.

3.3.1. Döviz Kurları Üzerine Etkisi

Gelişmekte olan ülkelerinde uluslararası finansal sisteme entegre olmalarıyla birlikte, spekülasyon sermaye hareketlerinin hareket alanı genişlemiş ve

özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik değişkenleri üzerinde bir takım olumsuzlukların yaşandığı süreçler yaşanmıştır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin, etkilediği en önemli değişkenlerden bir tanesi döviz kurlarıdır. Türkiye’de, 1980 sonrası 32 sayılı karar ile birlikte kısa vadeli sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, mal piyasası ile döviz piyasası arasındaki bağı koparmış, döviz kurunun mal ticaretinden çok sermaye hareketlerine duyarlı olmasına sebebiyet vermiştir. Türkiye’nin dış ticaret hareketleri, TL’nin değer kaybetmesini gerektirirken, finansal sermaye girişlerinin artması TL’nin değer kazanmasına yol açmıştır. Bu olgu, mal ticaretinde önemli bir rekabet gücü kazanmamış ve yüksek enflasyona sahip olan Türkiye’de döviz kurunun bir ekonomi politikası aracı olarak kullanılmasını zorlaştırmıştır. Özellikle 1990 sonrası artan yabancı sermaye bir döviz bolluğu ortaya çıkarmış ve ulusal paranın değerlenmesine neden olmuştur. Bu durum Türkiye’nin uluslararası rekabetini olumsuz etkileyerek, ihracatın azalması ithalatın artması ile neticelenmiştir (Keskin, 2008:155). Ayrıca gerek bankalar gerekse de yabancı yatırımcılar, Türkiye’ye getirdikleri döviz TL’ye çevirip yüksek faiz getirisi olan kamu borçlanma kağıtlarına yönelmiş ve bu yatırım sonucu önemli gelir elde etmişlerdir. Vade sonunda elde edilen faiz ve anapara tekrar dövize çevrildiğinde, yerli paranın vade dönemi içinde değer kazanmasından dolayı ekstra bir arbitraj geliri söz konusu olmuştur.

1990’lı yıllar finansal liberalizasyon kuramının öngördüğü tasarruf-yatırım etkinliğinin artmasını ve reel sektöre yönelik sabit yatırımların artmasını sağlayacak kredi havuzunun genişlemesini sağlayamamıştır. Bu dönem finansal sistemin genel olarak: kamu kesimi açığının finanse edilmesi için yaratılan menkul kıymetlerin ağırlıklı olduğu; TL’nin yabancı para birimleri ile ikamesinin neden olduğu dolarizasyon sorunu; son olarak spekülasyon sermaye hareketlerinin ulusal finans piyasalarında neden olduğu istikrarsızlıklar şeklinde geçtiği bir dönem olmuştur (Yeldan, 1997: 204-205).

Türkiye’de, reel döviz kuru 1990 öncesi itikrarlı bir durumdaydı, buna rağmen 1990 sonrası dönem, yüksek faiz ve arbitraj Türk bankacılık sisteminde açık pozisyonun yükselmesine neden olmuştur. 1993 yılında faiz oranlarının idari kararlarla indirilmeye çalışılması, sisteme çok büyük oranda likidite sürülmesi ve kamu borçlanma kağıtlarına vergi getirilmesi dövize olan talebi artırmış ve TL’nin

değer kaybı yönünde beklentiler artmıştır. Baskı altında tutulan döviz kurları, serbest piyasada yükselmiş ve yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesiyle birlikte Merkez Bankası rezervlerinde büyük oranda düşme meydana gelmiştir. Bu süreç 1994 yılındaki krize kadar devam etmiştir (Özatay, 1995:28).

Tablo 3.6'da görüldüğü üzere 1990-1993 arası ulusal paranın değer kazandığı yıllar olmasına rağmen 1994 yılı kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeyi terk etmesiyle birlikte, ulusal para döviz karşısında % 25 seviyelerinde değer kaybetmiştir.

Tablo 3.6. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri-Reel Efektif Döviz Kuru İlişkisi

YILLAR	K.V.S.H (\$ milyon dolar)	Reel efektif döviz kuru (1995=100)
1991	-3020	112,90
1992	1396	114,90
1993	2994	125,70
1994	-5190	95,70
1995	3635	103,10
1996	2665	101,70
1997	-7	115,90
1998	1313	120,90
1999	918	127,30
2000	4,174	147,60
2001	-11,766	116,30
2002	-1,279	125,40
2003	4283	140,60
2004	1509	143,20
2005	6979	171,40
2006	-10,745	160,10
2007	-4,344	190,30
2008	-1556	168,80
2009	13258	170,20
2010	37171	177,15
2011	20846	157,47
2012	17537	163,09

Kaynak: (TCMB, 2013)

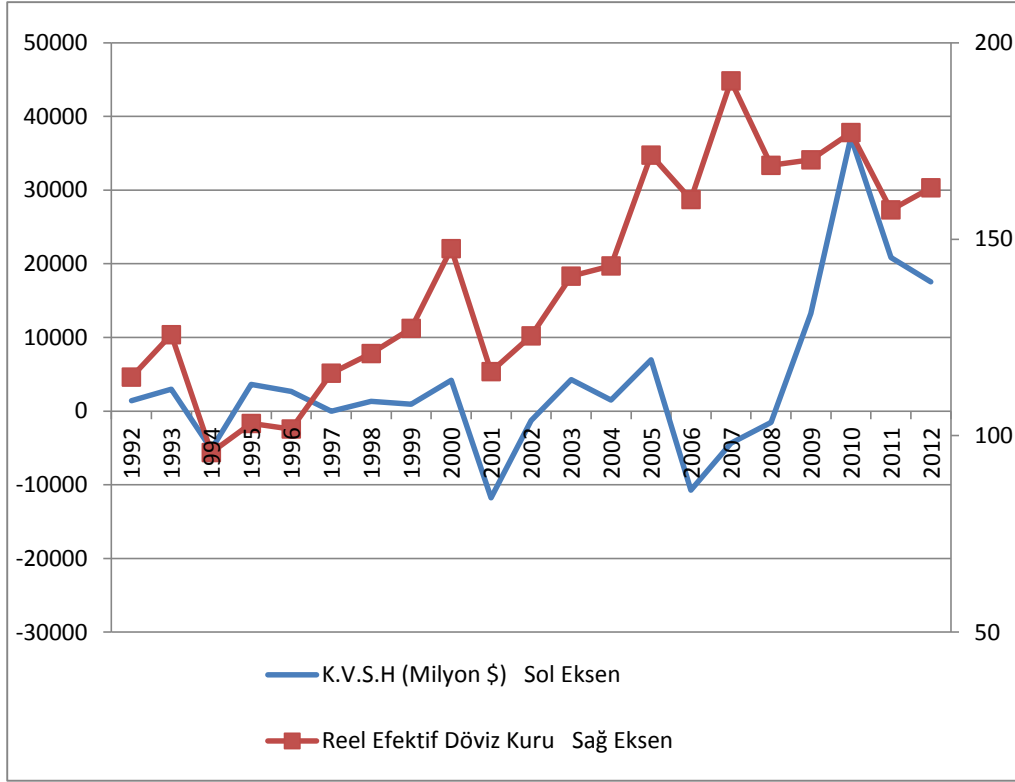
*2009 sonrası veriler 2003=100 endeksi artış oranları göz önünde bulundurularak hesaplanmıştır.

Tüm bu gelişmelerin ardından, 5 Nisan kararları alınmıştır. Bu program ile döviz kurunu belirleme yöntemi değişmiştir. Buna göre, MB'nın 1 ABD doları resmi satış kuru, Reuters sisteminin Bankalararası Döviz Piyasası sayfalarında 1 ABD doları karşılığında TL alış-satış kotasyonu veren bankalar arasından seçilen 10

bankanın, saat 15.00'deki döviz alış satış fiyatlarının ortalaması esas alınarak tespit edilmesi yöntemine başlanmıştır. Bu şekilde belirlenen döviz kurları, 13 Ağustostan itibaren, o tarihte belirlenen gösterge niteliğindeki MB kurları başlığı altında ilan edilmeye başlanmıştır. Bir gün sonraki resmi döviz kuru birgün önceden ilan edilerek, döviz kurunda istikrar yakalanmak istenmiştir (Karacan, 2000:78). 1995 yılı itibariyle 1.5 DM + 1 ABD dolarından meydana gelen kur sepeti oluşturulup, kur sepetinin aylık enflasyon oranında artırılması planlanmıştır. Bu tarihten itibaren kur sepetinin değerleri piyasaya duyurulmuştur.

5 Nisan Kararları ile birlikte, Merkez Bankası, döviz kurlarını, geçmiş yıl enflasyon oranına bağlayarak reel döviz kurunda istikrar yakalamayı, döviz piyasalarında spekülâtif ve krize neden olabilecek sermaye hareketlerinin önüne geçmeyi amaçlamıştır. Ancak 5 Nisan Kararları yapısal sorunları gidermede sürekli ve kalıcı önlemler içermediğinden, 1995-2000 yılları arasında sermaye girişleri tekrar artmış ve bu dönem TL'nin reel olarak değer kazandığı dönem olmuştur. TL'nin değer kazanma süreci, 2001 yılında sermaye hareketlerinin ülkeyi terk etmesiyle tersine dönmüş ve TL döviz karşısında %20 civarında değer kaybetmiştir. 2001 krizinden sonra, döviz kuru dalgalanmaya bırakılarak sıkı para politikaları uygulamıştır. 2001 Krizinden sonra, döviz kurları piyasa koşullarına göre belirlenmekte ama MB, piyasa düzenini bozmayacak şekilde kurlarda her iki yönde aşırı dalgalanma söz konusu olduğunda, döviz alım-satımı yaparak piyasaya müdahale etmektedir (Keskin, 2008:158). Sermaye hareketlerinin serbestisi altında gerçekleşen bu farklı politika tercihleri, faiz oranları ile beklenen döviz kuru hareketleri arasında marja bağlı olarak değişkenlik gösteren sermaye hareketlerinin, finansal sistemi krize sokmasını önleyememiştir (Boratav, 2003:179-180).

2001 krizinden sonra sermaye hareketlerinde meydana gelen artışın, TL'nin değer kazanmasını sağladığı ve bu eğilimin 2005 yılına kadar devam ettiği görülmektedir. 2007 yılında ABD'de başlayan daha sonra küresel boyut kazanan krizin, 2006-2008 yılları arasında Türkiye'de kısa vadeli sermaye çıkışına neden olduğu ve buna bağlı olarak TL nin değer kaybettiği görülmektedir. 2008 yılından sonrada, reel kurun belirlenmesinde, sermaye hareketleri bir etken olarak varlığını korumuştur (Grafik 3.3).



Grafik 3.3: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri-Reel Efektif Döviz Kuru İlişkisi (TCMB, 2013)

3.3.2. Faiz Oranları Üzerine Etkisi

1990 yılından itibaren konvertibiliteye geçişle birlikte mal ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar kaldırılmıştır. Bu süreci DTÖ ve AB ile olan antlaşmalar hızlandırmıştır. Böylece döviz, cari işlemlere göre şekillenen bir büyüklük olmaktan çıkıp, sermaye hareketleri etkisi altına girmiştir. Cari işlemler açığı büyürken döviz fiyatının artması beklenirken, yüksek faiz oranlarının kısa vadeli sermayeyi yurtiçine çekmesi bu iktisadi olgunun ortaya çıkmasını engellemiştir. Yani Türkiye'deki yüksek faiz oranları kısa vadeli sermaye hareketlerinin ulusal ekonomiye girişini sağlamış ve cari işlemler açığı sonucu oluşan döviz açığı bu şekilde finanse edilmiştir (Süslü, 2001:2).

Genellikle kamu açıklarını finanse etmek ve tasarruf-yatırım açığını gidermek isteyen özellikle gelişmekte olan ülkeler, yüksek risk primine sahip olmalarından dolayı borçlanma faizleri diğer gelişmiş ülkelere nazaran yüksek düzeylerde gerçekleşmiştir. Yükselen faiz oranları bir taraftan ülkeye gelen döviz

miktarını artırırken diğler taraftan ulusal paranın döviz karşısında değler kazanmasına ve dolayısıyla ithal malların ihraç mallarına göre daha ucuz hale gelmesine neden olmuştur. Bu şekilde giderek artan dış ticaret açıklarını finanse etmek ve kısa vadeli sermaye hareketlerini yurt içerisinde tutabilmek için faiz oranlarının yükseltilmesi borç yükünü daha da çok artırmıştır. Bu süreçte döviz kurları ve faiz oranları asli görevlerinden uzaklaşmış ve spekülâtif sermaye hareketlerinin etki alanına girmiştir (Sever vd, 2008:11).

Türkiye’de 1990-2000 yılları arası, bu tür sermaye hareketlerin etkisiyle mevduat faiz oranlarının % 90'lara, DİBS faiz oranlarının ise 160'lara kadar yükseldiğı süreçler yaşanmıştır. Bu dönemde kamunun aşırı borç yükü altında olması ve bu borcun finansmanının iç imkanlarla karşılanmasının kısıtlı olması nedeni ile dış finansman kaynaklarına sık sık başvurulmuştur. Alınan bu tür borçların finansmanı için tekrar borçlanmaya başvurulması ekonomide kısır bir döngüye ve kamu borç stokunun sürekli artmasına neden olmuştur. Diğler yandan, dış finansal serbestleşme ile birlikte, para ikamesinin giderilmesinde bir araç olarak faiz oranına daha çok başvurulmuştur. Bu yüzden, TL cinsinden varlıkların döviz tutmaya oranla daha cazip duruma getirilmesi için faiz oranları yükseltilmek zorunda kalınmıştır. Böylece faizler, TL ve döviz arasındaki tercihlerin belirlenmesine bağımlı hale gelmiş ve reel yatırımlar için bağımsız bir politika aracı olarak kullanılma özelliğini kaybetmeye başlamıştır (Keskin, 2008:162).

Tablo 3.7. DİBS ve Mevduat Faiz Oranları

YILLAR	*Yıllık mevduat faiz oranı (nominal)	**Devlet iç borçlanma faiz oranı (nominal)	***Enflasyon oranı (TÜFE)	Devlet iç borçlanma faiz oranı (reel)	****Yıllık mevduat faiz oranı (reel) (R)
1991	72,70	80,50	71,14	5,47	0,91
1992	74,24	87,70	65,97	13,10	4,98
1993	74,76	87,60	71,08	9,66	2,15
1994	95,56	164,40	125,49	17,26	-13,27
1995	92,32	121,90	76,05	26,05	9,24
1996	93,77	135,20	79,76	30,84	7,79
1997	96,56	127,20	99,09	14,12	-1,27
1998	95,50	122,50	69,73	31,09	15,18
1999	46,73	109,50	68,79	24,12	-13,06
2000	45,64	38,00	39,03	-0,74	4,75
2001	62,50	96,20	68,53	16,42	-3,57
2002	48,19	63,80	29,75	26,24	14,21
2003	28,59	45,00	18,36	22,51	8,64
2004	22,06	25,70	9,32	14,98	11,65
2005	20,38	16,90	7,72	8,52	11,75
2006	23,72	18,20	9,65	7,80	12,83
2007	21,03	18,80	8,39	9,60	11,66
2008	25,68	19,30	10,06	8,40	14,19
2009	15,67	12,70	6,53	5,80	8,57
2010	12,98	8,50	6,40	1,97	6,18
2011	15,90	8,70	10,45	-1,58	4,93
2012	16,05	8,80	6,16	2,49	9,31

Kaynak: (Hazine Müsteşarlığı ve TCMB, 2013)

* Bankalarca TL üzerinden açılan mevduatlara uygulanabilecek yıllık azami faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması

**DİBS faiz oranları, hazine ihalelerinde oluşan ortalama yıllık bileşik faiz oranıdır.

*** Bir önceki yılın aralık ayına göre yüzde değişim

**** Reel faiz $(r = \frac{1+nominal\ faiz}{1+nominal\ enflasyon} - 1 \times 100)$ formülüyle elde edilmiştir.

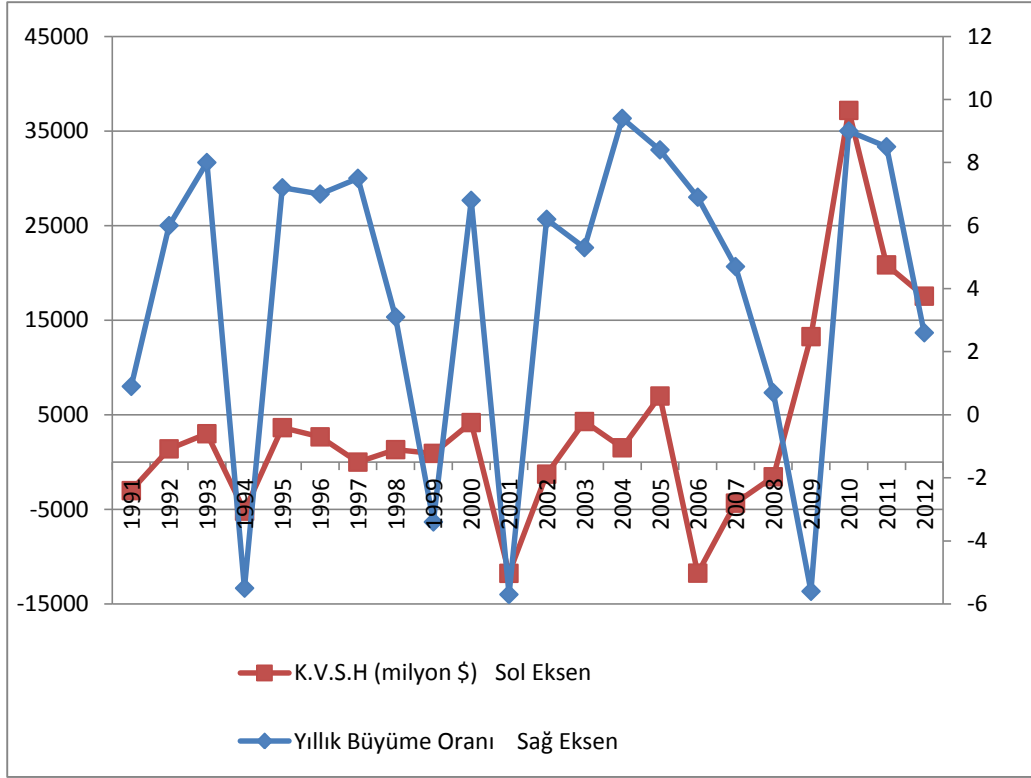
2000 yılında uygulamaya konulan istikrar programının etkisiyle, piyasada olumlu beklentiler hakim olmuş ve DİBS faiz oranları, bir önceki yıl faiz oranı olan % 110 seviyelerinden % 38 seviyelerine gerilemiştir. Fazilerdeki bu düşüşün en önemli nedeni döviz kurunun çığpaya bağlanması nedeniyle dış borç imkanının artmasıdır. 2000 yılı Kasım ayından itibaren spekülative sermayenin cari işlemler açığının ulaştığı noktayı sürdürülemez olarak kabul edip ülkeyi terk etmeye başlaması ile birlikte, konjunktur tersine dönmüş ve faiz oranları yükselmeye başlamıştır. Yaşanan krizle başlayan faiz oranlarındaki artış, 2001 yılında yaşanan siyasi kriz ve bankaların açık pozisyonundan kaynaklanan likidite krizi ile birleşince DİBS faiz oranları %100 seviyelerine tırmanmıştır (Tablo 3.7).

2001 Krizinden sonra ÷lkeye gelen kısa vadeli sermaye miktarında artış sağlanmış ve buna bağlı olarak faiz oranlarında bir dūřme sōz konusu olmuştur. Tablo 3.7’de gōr÷ld÷ę÷ ÷zere, 2002-2005 yılları arasında DİBS nominal faiz oranları % 47 oranında dūřmüřtur. 2006-2008 yılları arası, k÷resel krizin yaşandığı ve bu krizden birçok gelişmiş, gelişmekte olan ÷lkelerin etkilendiği yıllar olmuştur. Bu dōnem T÷rkiye’de sermaye çıkışlarının etkisiyle faiz oranlarında daha önceki yıllara gōre kısmi artışlar yaşanmıştır.

3.3.3. B÷y÷me Üzerine Etkisi

Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesini isteyenlerin en önemli gerekçeleri, yabancı sermayenin özellikle sermaye açığı olan ÷lkelerde yatırıma dōnüşerek istenilen ekonomik b÷y÷meyi sağlayacağı dūřüncesidir. Bu dūřünceye gōre, tasarruf sahipleri farklı finansal varlıklar arasında kendisine en yüksek getiriye sağlayacak alana yōnelecek, bunu yaparken tasarruf ihtiyacı olan ekonomilere de gerekli b÷y÷meyi sağlayacak fonu sağlamış olacaktır.

T÷rkiye’de b÷y÷menin kaynağı genellikle ÷lkeye gelen yabancı sermaye olmuştur. Dışarıdan sermaye girişi olduğunda, bankalar devlete, girişimciye ve t÷keticici kesime ulusal tasarrufların ÷st÷nde kredi açaabilme olanağına sahip olmuştur. Yani ekonomiye sermaye girişi olduğu zaman ithalat, yatırım, t÷ketim ve kamu harcamalarındaki artış ekonomik b÷y÷meyi sağlamıştır. Sermaye girişinin durduğu veya tersine dōnd÷ę÷ dōnemlerde ekonomide bir daralma sōz konusu olmuştur (Eğilmez ve Kumcu, 2005:256). Özellike kısa vadeli sermayenin ÷lkeye girişi ile değerlenen kur ithalat eğilimini arttırarak ekonomik b÷y÷meyi sağlamış ve bu t÷r sermayenin ÷lkeyi terk etmesiyle ekonomik daralmaların ortaya çıkıtığı kriz dōnemleri yaşanmıştır.



Grafik 3.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri - Büyüme Oranı Arasındaki İlişki (TCMB, 2013)

Grafik 3.4'te görüldüğü üzere, 1991-2001 arası dönemde sermaye girişlerinin yaşandığı yıllarda büyüme oranları pozitif olmuş, bunun aksine sermaye çıkışının yaşandığı yıllarda negatif büyüme oranları yaşanmıştır. Özellikle 1994 ve 2001 finansal krizlerinde ülkeden büyük miktarda sermaye çıkışı yaşanmış ve büyüme oranları, bu sermaye çıkışına paralellik göstererek negatif değerler almıştır. Burada KVSH ile büyüme arasında pozitif yönde bir ilişkinin olduğu görülmektedir.

Türkiye ekonomisi 1998 yılında IMF ile yakın izleme anlaşması ile % 60 düzeylerinde olan enflasyonu tek haneye düşürme odaklı bir istikrar programı uygulamış, 2000 yılında sabit kur politikasını bu programın en önemli aracı haline getirmişti. İzlenen bu politikalar 2001 krizi ile sonuçlanmış ve Türkiye, tarihinin en büyük ekonomik daralmasıyla karşı karşıya kalmıştır. 2000 yılında 4 milyar dolar civarında giriş yapan sıcak paranın ekonomide %7 lik bir büyümeye katkıda bulunduğu görülürken, 2001 yılında 12 milyar dolar çıkış yapan sıcak paranın ise ekonomide % 6 lık bir daralmaya sebep olan etkenlerden olduğu söylenebilir. 2002

sonrası dönemde Türkiye uluslararası imkanlar dahilinde yüksek cari işlemler açığı ile yüksek büyüme oranları yakalamıştır. Krizin ardından yine IMF eliyle uygulamaya konulan ekonomi politikası, 2002-2007 yılları arasında ortalama % 7 civarında bir ekonomik büyüme trendi sağlamıştır. Bu büyüme trendinin en önemli özelliği büyümenin sıcak para girişi ile gerçekleşmesi ve yine GSMH artışının dış ticaretin büyümesi ile paralellik göstermesidir (Evranos, 2012:288). Türkiye ekonomisi, 2008 yılında küresel krizin etkisiyle, daha önceki büyüme trendinin aksine % 0.7 oranında büyüme kaydetmiştir. Bu küçülme eğilimi 2009 yılındada devam etmiş ve % -4.7 oranında küçülme yaşanmıştır. Diğer yandan Türkiyede, diğer gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde küresel krizin etkisiyle 2006-2008 yılları arasında kısa vadeli sermaye hareketleri negatif değerler almıştır.

3.3.4. Cari İşlemler Üzerine Etkisi

Ödemeler bilançosu ana alt kalemlerinden biri olan cari işlemler hesabı kalemi, cari yılda üretilen mal ve hizmetlerin ithal ve ihracı ile yatırım gelirlerini ve tek yanlı transferleri kapsar. Cari işlemler hesabı açık verdiğinde ülke yurtdışından kazandığı paradan daha fazla miktarda yurtdışına para vermekte aksi durumda yani cari işlemler hesabı fazla verdiğinde ise ülkeye giren para miktarı ülkeden çıkan para miktarından daha fazla olmaktadır. Cari açık durumunda dışarıdan borçlanılarak veya yurtiçi varlıkların satışı yoluyla açık giderilmektedir. Bunun tersi durumunda cari işlemler fazlası yurtiçi yerleşiklece yurtdışına sermaye transferi gerçekleştirilir. Sonuç olarak cari işlemler, yurtdışı yerleşiklere olan toplam yükümlülüklerimizdeki veya yurtdışı yerleşik bir ülkede bulunan varlıklardaki değişimi göstermektedir (Babaoğlu, 2005:5).

1989-1993 yılları arası Türkiye'nin sıcak para ile tanıştığı ve bu sıcak paranın ulusal ekonomiyi krize sürüklediği bir dönem olmuştur. Faiz ve kur arbitrajının sağlamış olduğu getiriden faydalanmak isteyen spekülatif sermaye, büyük miktarlarda ulusal ekonomiye giriş yapmış ve kurların düşmesine neden olmuştur. Dövizin ucuzlaması ithal mallara olan talebi artırmış ve 1992-1993 yılları arasında ithalatımız %30, cari açığımız ise %540 oranında artmıştır (Evranos, 2012:147).

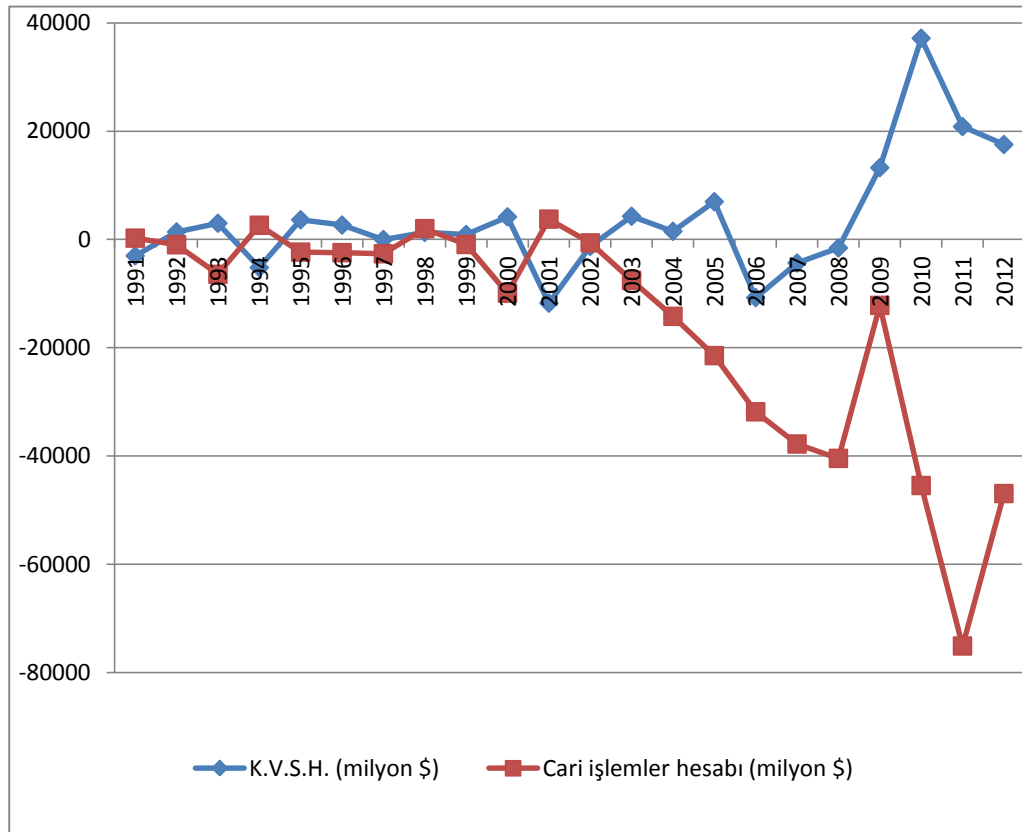
1990'lı yıllardan itibaren yabancı sermaye girişleriyle birlikte TL'nin aşırı değerlenmesi, bankaların uluslararası piyasalardan uygun koşullarda borçlanmasını ve toplanan bu fonların yüksek getirili kamu menkul değerlerine yatırılmasını ya da yurtiçi piyasalara kredi olarak verilmesini cazip hale getirmiştir. Artan kredilerle birlikte iç pazarın canlanması, ithal edilen nihai tüketim mallarına ve hammaddeye yönelik talebi artırırken, TL'nin aşırı değerlenmesi ihracatı zorlaştırmıştır. Bunun sonucunda cari işlemler açığı 1992 yılında 974 milyon dolar, 1993 yılında ise 6,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve bu açıkların finansmanında sermaye hareketleri önem kazanmıştır. Cari açığın bu kadar yükselmesi ve yine bu dönemde Türk bankacılık sisteminin açık pozisyonunun artması ekonomiyi kırılgan bir hale getirmiştir (Girdap, 2007:78). Bu kırılgan yapının küresel piyasalarda yarattığı güvensizlik ortamı ve sıcak paranın getirisinde meydana düşme, 1994 krizine neden olmuş ve daha önceki yılların aksine cari işlemler hesabı fazla vermiştir. Cari işlemler hesabında meydana gelen artışın temel nedeni ise bu yıl yaşanan krizden dolayı döviz kurlarında meydana gelen artıştır. Yani, TL dolar karşısında değer yitirmiştir.

1990'lı yılların ikinci yarısında, 1995-1999 döneminde net sermaye girişleri cari işlemler dengesindeki açıklardan fazla olmuş ve giren sermaye döviz rezervlerinde önemli bir artış sağlamazken merkez bankasının brüt rezervlerinde artış sağlamıştır. Bu arada sermaye çıkışlarındaki azalmada MB'nin rezervlerinin artışına olanak tanımıştır. 1990'lı yılların ilk yarısından farklı olan bu durum ani sermaye çıkışları karşısında MB'nin müdahale şansını artırmıştır (Kansu 2003:163). Buna rağmen bu dönemde alınan istikrar tedbirleri, ekonominin yapısal sorunlarını çözmemiş, sadece olası bir krizin ortaya çıkmasını engellemiştir.

Cari işlemler hesabındaki açık, sermaye girişleri ile finanse edildiği sürece piyasada kısa vadede bir sorun yaşanmayacağı düşüncesi hakim olmakta buna rağmen, cari açığın artık sürdürülemeyeceğine inanıldığında sermaye hareketlerinde tersine bir hareket söz konusu olmaktadır. Özellikle kısa vadeli sermayenin ülkeyi terk etmesiyle kurlar üzerinde bir baskı oluşmakta ve bu baskı ülkenin döviz rezervlerinin önemli bir şekilde azalmasına sebebiyet vermektedir. Türkiye'nin yaşamış olduğu 2001 Krizinde, cari açığın sürdürülemeyeceği inancıyla spekülasyon

sermayenin ülkeyi terk etmesi, krizin ortaya çıkmasında cari açık ile kısa vadeli sermaye arasındaki ilişkiyi kuvvetlendirmektedir (Keskin, 2008:176).

Kriz öncesi ilk on ayda; döviz kuru çıpası uygulamasına olan güvenle arbitraj kazancı elde etmek isteyen yabancı sermaye 15,2 milyar dolarlık giriş yaptı. Bunun 14,2 milyarlık kısmı borçlanma şeklinde gerçekleşti. Döviz kuru çıpasının cari açıktaki artış nedeniyle sürdürülemediğini anlayan yabancı sermaye Kasım 2000-Haziran 2001 döneminde net 10,4 milyar dolarlık çıkış yaptı. Giriş ve çıkışların büyüklüğü şokun ne boyutta olduğunu göstergesidir (Boratav, 2001:5).



Grafik 3.5. KVSH-Cari İşlemler Hesabı İlişkisi (TCMB, 2013)

Finansal liberalizasyon politikalarının kendini daha belirgin bir şekilde hissettirdiği 2001 Krizinden sonra cari işlemler hesabı yüksek oranlı açıklar vermektedir. Cari işlemler hesabındaki bu açık ülkenin dış tasarruf ihtiyacını artırmaktadır. Buna rağmen cari işlemlerden bağımsız bir karakter kazanan ve geri dönüş kabiliyeti yüksek olan kısa vadeli yabancı sermayenin cari işlemler açığının

finansmanında fonksiyonu gittikçe azalmıştır. Bunun sonucunda kısa vadeli sermaye hareketleri, ülkenin dış açıklarını finanse etmek yerine kırılganlığı artıran ve cari işlemlere bağlı kriz olasılığını her zaman güncel bir sorun olarak gündemde tutan bir yapı ortaya koymaktadır. Daha önceki yılların aksine, Türkiye'nin 2001 Krizinden sonra sağlamış olduğu ekonomik istikrar, doğrudan yatırımları cari açığın finansmanında daha önemli bir hale getirmiştir. Grafik 3.5 'de görüldüğü üzere, Kısa vadeli sermaye, 2001 Krizinden sonra 2005 yılına kadar pozitif değerler almasına rağmen 2006 yılında küresel likidite koşullarında görülen azalma ve 2007 ile 2008 yıllarında küresel krizin derinleşmesiyle negatif değerler almıştır (Gündem, 2008:159-163).

4. BÖLÜM

ARDL ANALİZİ

TÜRKİYE'DE KVSH'NİN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

4.1. GİRİŞ

1980'li yıllardan itibaren uluslararası piyasalarda, sermaye hareketlerinin hacminin ve hızının artması ile birlikte gelişmekte olan ekonomilerde kontrolsüz sermaye girişleri nedeniyle birtakım istenmeyen makroekonomik sorunlar ortaya çıkmıştır. Bu bölümde Türkiye'de, önemli ölçüde serbestleşme hareketlerinin başladığı 1990 ile 2012 yılları arası kısa vadeli sermaye hareketleri ile cari açık, enflasyon, büyüme ve döviz kurları arasındaki ilişkiler istatistiki veriler yardımı ile analiz edilmektedir.

4.2. LİTERATÜR

Akbaş, Şentürk ve Özkan (2012), 1990:1-2010:4 yılları arasında Türkiye üzerine yaptıkları çalışmada, cari açık, kısa vadeli sermaye akımları ve ekonomik büyüme arasında uzun dönem ilişkisi olup olmadığı ARDL testiyle analiz edilmiştir. Analiz sonucunda Türkiyede ilgili dönemde bu üç değişken arasında uzun dönemli ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Apak, Uçak ve Uzunoğlu (2006), 1991:1-2005:4 dönemi için Türkiye'de sıcak para girişleri, GSYH ve reel döviz kuru arasındaki etkileşimi VAR ve Granger nedensellik testi yöntemini kullanarak araştırmışlar ve bu araştırma sonucunda sıcak para girişlerinin GSYH ve reel döviz kuru üzerinde etkili olduğu sonucuna varmışlardır.

Berument ve Dinçer (2004), 1992:01-2001:06 döneminde VAR modeli ile sermaye akımlarının Türkiye'nin makroekonomik performansı üzerindeki etkilerini analiz ettikleri araştırmalarında, sermaye miktarındaki artışın kısa dönemde para arzını ve ekonomik büyümeyi arttırıcı yönde, fiyatlar ve faiz oranlarını düşürücü

yönde etkide bulunduğu ve ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesine neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Akçoraoğlu (2000), Türkiye’de 1989:1-1999:4 dönemi için üçer aylık veriler kullanarak, sermaye akımlarının çeşitli kalemleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi VAR modeli yardımıyla araştırmışlardır. Sonuç olarak kısa vadeli sermayenin ekonomik büyümeyi açıklamakta anlamlı olmadığı sonucuna varmıştır.

Çeviş ve Kadılar (2001), 1989:10-1997:09 döneminde kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye’deki makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini VAR yöntemini kullanarak yaptıkları çalışmalar sonucunda, yüksek faiz-düşük kur politikası nedeniyle kısa vadeli sermaye hareketlerinin arttığı sonucuna varmış ve bu çerçevede kısa vadeli sermaye girişleri sonucu TL’nin aşırı değerlenmekte olduğunu buna paralel cari işlemler dengesinin olumsuz yönde etkilendiği sonucunu varmışlardır.

Keskin (2008), Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketlerinin: döviz kuru, faiz oranı ve cari işlemler dengesi üzerine etkisini 1992:1-2007:7 yılları arası aylık veriler kullanarak araştırmıştır. Bu araştırmada sınır testi ve ARDL yaklaşımı kullanılmıştır. Analiz sonucunda kısa vadeli sermayenin uzun dönemde ulusal paranın reel olarak değer kazanmasına yol açarak cari işlemler dengesini olumsuz etkilediği sonucuna varmıştır.

İnsel ve Sungur (2003), 1989:3-1999:4 yılları arasında, sermaye hareketleri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi inceledikleri araştırmalarında, kısa vadeli sermaye akımlarından ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik bulunmadığını, bunun aksine kısa vadeli sermaye akımlarından cari açığa, DİBS faiz oranı artışına doğru bir nedensellik olduğu sonucuna varmıştır. Aynı zamanda çalışmada, kısa vadeli sermaye akımlarının, kurların aşırı değerlendirilmesine bağlı olarak ithalatın artmasına ve cari açığa neden olduğu sonucuna varmıştır.

Şimşek (2007), Türkiye’de, 1992-2005 yılları arası VAR modeli ve Granger nedensellik testi kullanılarak, kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenlerle olan etkileşimi analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yaşandığı yıllarda Türkiye ekonomisi büyüme kaydetmiş, tam tersi kısa vadeli sermaye hareketlerinin çıkış yaptığı yıllarda ise küçülmüştür.

Yentürk ve Çimenoglu (2002), Türkiye’de 1987:1 – 2001:4 dönemi üçer aylık veriler kullanarak uluslararası sermaye akımlarının yatırım ve tüketim üzerindeki etkilerini analiz ettikleri regresyon çalışmalarında, net yabancı sermaye girişlerinin tüketim harcamalarını olumlu yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır.

Güriş ve Kıran (2007), reel faiz oranı ile reel döviz kurunun kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisini sınır testi yaklaşımı ile araştırmışlardır. 1992:1-2005:4 yılları arası, Türkiye’de reel faiz oranının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde etkili olmadığını, reel döviz kurunun ise, kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde etkili olduğu sonucuna varmışlardır.

Barışık ve Açıkgoz (2007), Türkiye’ye yönelik uluslararası sermaye hareketleri ile faiz oranları ve İMKB 100 endeksi arasındaki ilişkiyi VAR modelini kullanarak inceledikleri çalışmalarında, Türkiye’de 1992-2005 döneminde, sermaye hareketlerinin faiz oranları üzerindeki etkisinin, faiz oranlarının sermaye hareketleri üzerindeki etkisinden daha güçlü olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Tablo 4.1: Literatür Özeti

Çalışmayı Yapan(lar)	Ele Alınan Ülke ve Dönem	Araştırmanın Yöntemi ve Değişkenler	Sonuç
Akbaş, Şentürk, Sancar ve Akyazı (2012)	Türkiye 1998:Q1-2011:Q4	ARDL Testi ile kısa vadeli sermaye, cari açık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilmiştir.	Analiz sonucunda Türkiye’de ilgili dönemde bu üç değişken arasında uzun dönemli ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.
Apak, Uçak ve Özkan (2006)	Türkiye 1991:Q1-2005:Q4	VAR ve Granger Nedensellik Testi ile sıcak para girişleri, gsyh ve reel döviz kuru arasındaki etkileşim analiz edilmiştir.	Analiz sonucunda sıcak para girişlerinin gsyh ve reel döviz kuru üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır.
Berument ve Dinçer (2004)	Türkiye 1992:1 -2001:6	VAR modeli ile sermaye akımlarının, Türkiye’nin makroekonomik performansı üzerine etkisi analiz edilmiştir.	Analiz sonucunda, sermaye miktarındaki artisan kısa dönemde para arzını ve ekonomik büyümeyi arttırıcı yönde, fiyatlar ve faiz oranlarını düşürücü yönde etkide bulunduğu aynı zamanda ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesine neden olduğu sonucuna varılmıştır.
Akcoraoğlu (2000)	Türkiye 1989:1-1999:4	VAR modeli kullanılarak, sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilmiştir.	Analiz sonucunda, kısa vadeli sermaye ekonomik büyümeyi açıklamakta anlamlı olmadığı sonucuna varılmıştır.

Çeviş ve Kadılar (2001)	Türkiye 1989:10- 1999:4	VAR modeli kullanılarak, kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik göstergeler üzerine etkileri analiz edilmiştir.	Analiz sonucunda yüksek faiz-düşük kur politikası nedeniyle kısa vadeli sermaye hareketlerinin arttığı sonucuna varılmış ve bu nedenle kısa vadeli sermaye girişleri sonucu TL'nin aşırı değerlenmekte olduğu ve buna bağlı cari işlemler dengesinin olumsuz yönde etkilendiği sonucuna varılmıştır.
Keskin (2008)	Türkiye 1992:1- 2007:7	Sınır Testi ve ARDL kullanılarak, kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuru, faiz oranı ve cari işlemler üzerindeki etkisi araştırılmıştır.	Analiz sonucunda kısa vadeli sermayenin uzun dönemde ulusal paranın reel olarak değer kazanmasına yol açarak cari işlemler dengesini olumsuz etkilediği sonucuna varılmıştır.
İnsel ve Sungur (2003)	Türkiye 1989:Q3- 1999:Q4	Granger Nedensellik Testi kullanılarak sermaye hareketleri ile makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişki analiz edilmiştir.	Analiz sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik bulunmadığını, bunun aksine KVSH'den cari açıklara ve DİBS faiz oranlarının artışına doğru bir nedensellik olduğu sonucuna varılmıştır.
Şimşek (2007)	Türkiye 1992Q1- 2005Q4	VAR modeli ve Granger nedensellik testi ile kısa vadeli sermayenin makro ekonomik değişkenler üzerine etkisi analiz edilmiştir.	Analiz sonucunda KVSH'nin giriş yaptığı yıllarda ekonomik büyüme kaydedilmiş, tersi durumlarda ise büyüme oranları negatif değerler almıştır.
Yentürk ve Çimenoğlu (2002)	Türkiye 1987:Q1- 2001:Q4	VAR modeli ile sermaye akımlarının yatırım ve tüketim üzerindeki etkisi analiz edilmiştir	Analiz sonucunda sermaye girişlerinin yatırım ve tüketim harcamalarını olumlu yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.
Güriş ve Kıran (2007)	Türkiye 1992:Q1- 2005:Q4	Sınır Testi yaklaşımı ile reel faiz ve reel döviz kurunun kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisi araştırılmıştır.	Analiz sonucunda reel faiz oranının kısa vadeli sermaye üzerinde etkili olmadığı, bunun aksine reel döviz kurunun kısa vadeli sermaye üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır.
Barışık ve Açıkgöz (2007)	Türkiye 1992:Q1- 2005:Q4	VAR modeli kullanılarak sermaye hareketleri ile faiz oranları ve İMKB 100 endeksi arasındaki ilişki araştırılmıştır.	Analiz sonucunda sermaye hareketlerinin faiz oranları üzerindeki etkisinin, faiz oranlarının sermaye hareketleri üzerindeki etkisinden daha güçlü olduğu sonucuna varılmıştır.

4.3. VERİ VE METODOLOJİ

4.3.1. Veri

Bu çalışmada kullanılan veriler, 1991Q1-2012Q4 dönemine ait 3'er aylık verilerden oluşmaktadır. Uygulanan değişkenlere ait zaman serileri TCMB

Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS), Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) ve Hazine Müsteşarlığından elde edilmiştir.

Çalışmada kullanılan veriler ve tanımları şu şekildedir:

KSA: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

ENF: Enflasyon Oranı

GDP: Milli Gelir

CA: Cari açık

REF: Reel Faiz Oranı

Milli gelir, 1999 yılından önceki yıllar 1998=100 fiyat endeksine dönüştürülerek bulunmuştur. Reel faiz, bankalarca TL üzerinden açılan mevduatlara uygulanabilecek azami faiz oranlarının ilgili çeyreğe tekabül eden ağırlıklı ortalamasından, enflasyon oranının arındırılmasıyla elde edilmiştir.

4.3.2. Yöntem

4.3.2.1. Augmented Dickey Fuller Birim Kök Testi

Augmented Dickey Fuller (ADF) testi gecikme uzunluğu olmadan Dickey-Fuller testidir. ADF testi AR sürecine dayanmaktadır ve aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır.

$$\Delta y_t = \alpha + \rho y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \phi_j \Delta y_{t-j} + u_t \quad (1)$$

Burada, α sabit terimi, y_{t-1} değişkenin gecikmeli değerini, u_t ise hata terimini ifade etmektedir (Enders, 2010:202). ρ değeri 1'e eşit ise serinin birim kök içerdiğini ifade eden sıfır hipotezi reddedilememektedir. $\rho < 1$ durumunda ise sıfır hipotezi reddedilerek serinin durağan olduğunu ifade eden alternatif hipotez kabul edilmektedir.

Bu testte, y serisinin gecikmeli değerinin t istatistiği kullanılmaktadır (Gujarati, 1995:770).

Maksimum gecikme uzunluğu olarak Schwert (1989) tarafından önerilmiş olan formül kullanılır.

4.3.2.2. Phillips-Perron Birim Kök Testi

Dickey-Fuller testinde otokorelasyon sorununu ortadan kaldırmak için bağımlı değişkenin gecikme uzunlukları modele eklenirken bu serbestlik derecesinin düşmesine neden oluyordu. Phillips-Perron birim kök testinde ise ilave gecikme ekleme yerine t testine parametrik olmayan bir düzeltme yapılmaktadır. Bu sayede serbestlik derecesi kaybı olmamaktadır (Phillips-Perron, 1988:345).

4.3.2.3. ARDL Sınır Testi

Seviyelerinde durağan olmadığı bulunan en az iki serinin durağan bir bileşimi olduğunu ifade eden eşbütünleşme kavramını test etmek amacıyla literatürde sıklıkla Engle-Granger, Johansen gibi testler kullanılmaktadır. Bu eşbütünleşme testlerinde, aralarındaki eşbütünleşme ilişkisi incelenen serilerin aynı mertebeden durağan olmaları varsayımı bulunmaktadır. Bu ön koşul, Pesaran vd. (2001) tarafından literatüre kazandırılan eşbütünleşme analizine sınır testi yaklaşımı ile aranmayan bir durum haline gelmiştir.

Bunun yanı sıra sınır testi yaklaşımının şu gibi avantajları bulunmaktadır: 1-Modelde kullanılacak değişkenlerin $I(0)$ ya da $I(1)$ olup olmamasına bağlı olmadan sınır testini uygulamak mümkündür. Bu sebeple sınır testini uygulamadan önce değişkenlerin durağanlık mertebelerini belirlemeye gerek yoktur. Fakat Pesaran vd. (2001)'deki kritik değerler, değişkenlerinin $I(0)$ ya da $I(1)$ olmasına göre tablolandırıldığından, değişkenlerin $I(2)$ olma ihtimaline karşı sınanması gerekmektedir.

2-ARDL yaklaşımında kısıtsız hata düzeltme modeli kullanıldığından, Engle-Granger testine göre daha iyi istatistiksel özelliklere sahiptir ve küçük örneklerde Johansen ve Engle-Granger testlerine göre daha güvenilir sonuçlar verir.

ARDL sınır testi yaklaşımının temel olarak 3 aşamadan oluştuğunu ifade etmek mümkündür: İlk aşamada ilgili değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olup-olmadığı sınanırken, eşbütünleşme ilişkisinin varlığı koşulu altında, ikinci ve üçüncü adımlarda ise sırasıyla uzun ve kısa dönem elastikyetleri elde edilir. Testin ilk aşamasında kullanılan sınırsız hata düzeltme modeli aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$\begin{aligned}
\Delta GDP_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta GDP_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{2i} \Delta KSA_{t-i} + \\
& \sum_{i=0}^m \alpha_{3i} \Delta ENF_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{4i} \Delta RDK_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{5i} \Delta REF_{t-i} \\
& + \alpha_6 GDP_{t-1} + \alpha_7 KSA_{t-1} + \alpha_8 ENF_{t-1} + \alpha_9 RDK_{t-1} + \alpha_{10} REF_{t-1} + e_t
\end{aligned} \tag{1}$$

Modelde yer alan Δ birinci dereceden farkları göstermektedir.

Bahmani-Oskooee ve Goswami (2003) yaptıkları çalışmada sınır testi için kullanılan F testinin, gecikme uzunluğuna karşı duyarlı olduğunu ortaya koymuşlardır. Bu sebeple eşbütünleşme ilişkisinin varlığını sınamak amacıyla öncelikle Model 1’de kullanılan farkı alınmış değişkenlerin gecikme uzunluğunu gösteren değerine karar vermek gerekmektedir. Bu amaçla literatürde Akaike (AIC) ve Schwarz (SIC) gibi bilgi kriterleri kullanılmaktadır.

Gecikme uzunluğunun belirlenmesinden sonra ilgili değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığını gösteren temel hipotez yukarıdaki modelde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin düzey değerlerinin bir dönem gecikmeli değerlerinin anlamlılığının sınanmasıyla test edilebilir. Burada test edilen temel hipotez aşağıdaki gibidir:

$$H_0 : \alpha_6 = \alpha_7 = \alpha_8 = \alpha_9 = \alpha_{10} = 0$$

Bu hipotezi test etmek için kullanılan standart F istatistiği, aşağıdaki durumlara bağlı olarak standart olmayan bir dağılıma sahiptir (Narayan, 2005: 1981):

- _ ARDL modeline dahil edilen değişkenlerin I(0) veya I(1) olup olmaması,
- _ Değişken sayısı,
- _ ARDL modelin sabit terim veya trend içerip-içermemesi,
- _ Örnek boyutu.

Bu sebeple ilgili kritik değerler Pesaran vd. (2001) tarafından tablolaştırılmıştır. Küçük örnekler için kullanılacak kritik değerlere ise Narayan (2005)’dan ulaşmak mümkündür.

Kritik değerler için bahsi geçen çalışmalarda değişkenlerin tamamen I(0) veya I(1) olmalarına göre sınırlar verilmiştir. Eğer hesaplanan F istatistiği bu iki sınırın dışındaysa değişkenlerin eşbütünleşik olup olmamalarına dair bir çıkarımda bulunmak mümkün olmaktadır. Şöyle ki; eğer hesaplanan F istatistiği kritik

değerlerin üst sınırından daha büyükse değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığını gösteren temel hipotez reddedilirken bu değer kritik değerlerin alt sınırından küçük olması halindeyse bu ilişkinin olmadığını gösteren temel hipotez reddedilemez. Hesaplanan F istatistiğinin iki sınırın arasında olması halindeyse sınır testine göre değişkenler arasındaki eşbütünleşmenin varlığına yönelik bir yorum yapılamamakta, değişkenlerin durağanlık mertebelerini dikkate alan diğer eşbütünleşme yöntemlerine başvurma önerilmektedir.

Değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi bulunması halinde, ARDL sınır testi yaklaşımının ikinci aşamasında, değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinin analizi için gecikme uzunluğu yine daha önce bahsi geçen bilgi kriterleriyle tespit edilebilen uzun dönem için gecikmesi dağıtılmış otoregresif model (ARDL) kurulması gerekmektedir. Aşağıda bir uzun dönem ARDL modeli görülmektedir:

$$\begin{aligned}
 GDP_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} GDP_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} KSA_{t-i} + \sum_{i=0}^l \alpha_{3i} ENF_{t-1} \\
 & + \sum_{i=0}^p \alpha_{4i} RDK_{t-i} + \sum_{i=0}^k \alpha_{5i} REF_{t-i} + e_t
 \end{aligned} \tag{2}$$

Bu modelde yer alan parametrelerden faydalanma suretiyle Bardsen (1989)'in izlemiş olduğu yöntemle uzun dönem katsayıları aşağıdaki formülle elde edilebilir:

$$\phi = \frac{\sum_{i=0}^n \alpha_{2i}}{1 - \sum_{i=1}^m \alpha_{1i}}$$

Bu formülün pay kısmında, uzun dönem ARDL modelinde yer alan bağımsız değişkenlerin katsayıları yer alırken, payda kısmında ise bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin katsayılarınının 1'den farkı yer almaktadır.

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişki ise ARDL'ye dayanan hata düzeltme modeliyle elde edilebilir:

$$\Delta GDP_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta GDP_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} \Delta KSA_{t-i} + \sum_{i=0}^l \alpha_{3i} \Delta ENF_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{4i} \Delta RDK_{t-i} + \sum_{i=0}^k \alpha_{5i} \Delta REF_{t-i} + \beta ECT_{t-1} + e_t \quad (3)$$

Bu modelde ECT ile gösterilen değişken hata düzeltme terimidir.

4.3.2.4. Toda-Yamamoto Granger Nedensellik Testi

Granger nedensellik analizi spesifik parametrelere sıfır kısıtlamalarını gerektirdiği için test istatistiği Wald veya χ^2 testi uygulanarak elde edilebilmektedir. Ancak, VAR modellerinin durağan olmayan değişkenler içerdiği durumlarda F veya χ^2 dağılımları standart olmayan asimptotik özelliklere sahip olabilmektedir. Daha açık bir ifadeyle, Granger nedensellik için uygulanan Wald testlerinin, VAR sisteminin eşbütünleşme özelliklerine bağlı olarak standart olmayan limit dağılımlarıyla sonuçlandığı bilinmektedir (Lütkepohl ve Kratzig, 2004, s.148). Bu problemin çözümü için Toda ve Yamamoto (1995) ve Dolado ve Lütkepohl (1996) tarafından önerilen yaklaşımlar kullanılmaktadır. Bu yaklaşımların temel özelliği, VAR modellerinin tahmininde serilerin seviye değerlerinin kullanılması ve serilerin birim kök ve eşbütünleşme özelliklerine duyarlı olmamalarıdır. Bu testlerin uygulanmasında ilk yapılması gereken VAR modeli için uygun gecikme uzunluğunun (p) belirlenmesidir.

Toda ve Yamamoto (1995) yaklaşımı, bir VAR($p+d$) modelinin tahmin edilmesini gerektirmektedir. Dolayısıyla, Toda-Yamamoto yaklaşımında tahmin edilen VAR($p+d$) modeli aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır.

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p+d} \alpha_{1(i+d)} Y_{t-(i+d)} + \sum_{i=1}^{p+d} \alpha_{2(i+d)} X_{t-(i+d)} + \varepsilon_{1t} \quad (4)$$

$$X_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^{p+d} \beta_{1(i+d)} Y_{t-(i+d)} + \sum_{i=1}^p \beta_{2(i+d)} X_{t-(i+d)} + \varepsilon_{2t} \quad (5)$$

burada d serilerin maksimum bütünleşme derecesini göstermektedir.

Toda-Yamamoto testinde dikkat edilmesi gereken nokta, Granger nedensellik analizi için standart Wald testlerinin ilk p katsayı matrisi üzerine uygulanmasıdır. Böylelikle, eşitlik (4)'de “ X_t değişkeninden Y_t 'ye doğru Granger nedensellik

yoktur” sıfır hipotezi $H_0 : \alpha_{2i} = 0$ biçiminde tanımlanır ve buna Wald (F-testi) testi uygulanır. Dikkat edileceği üzere, nedensellik testi uygulanırken VAR modelinde d gecikme değerlerine ait parametreler üzerine kısıtlamalar konulmamaktadır.

4.3.3. Ampirik Bulgular

Çalışmada ilk olarak değişkenlerin durağanlık mertebesini tespit edebilmek için ADF ve PP birim kök testleri yapılmıştır.

4.3.3.1. Birim Kök Testi Sonuçları

Tablo 4.2: ADF Birim Kök Testi Sonuçları Değerleri

		GDP	KSA	ENF	CA	REF
Düzye	Sabit	0.1302 (4)	0.0000 (0)***	0.7270 (11)	0.0001 (0)	0.1812 (5)
	Sabit + Trend	0.1185 (4)	0.0000 (0)	0.9794 (11)	0.0005 (0)	0.0000 (0)
	Sabitsiz ve Trendsiz	0.1504 (4)	0.0000 (0)	0.0098 (11)	0.0000 (1)	0.2504 (5)
Birinci Fark	Sabit	0.000 (0)***	0.0000 (2)	0.000 (10)***	0.0000 (1)	0.000 (4)***
	Sabit + Trend	0.0000 (0)	0.0000 (2)	0.0000 (10)	0.0000 (1)	0.0000 (4)
	Sabitsiz ve Trendsiz	0.0000 (0)	0.0000 (2)	0.0003 (11)	0.0000 (1)	0.0000 (4)

***, %1 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler Schwarz kriterine göre seçilmiş gecikme uzunluklarını göstermektedir.

Tablo 4.2 ADF birim kök testi sonuçlarına göre, KSA ve CA değişkenleri düzeyde durağan iken GDP ve REK değişkenleri birinci farkı alındığında durağan hale gelmektedir. Dolayısıyla, KSA ve CA değişkenleri I(0), GDP ve REF değişkenleri ise I(1)'dir.

Tablo 4.3: PP Birim Kök Testi Sonuçları

		GDP	KSA	ENF	CA	REF
Düzyey	Sabit	0.2112 (2)	0.0000(3)***	0.0072 (1)***	0.001 (0)***	0.0020(5)
	Sabit + Trend	0.1174 (2)	0.0000 (3)	0.0000 (3)	0.0005 (0)	0.0091 (6)
	Sabitsiz ve Trendsiz	0.1017 (2)	0.0000 (3)	0.0068 (9)	0.0000 (0)	0.0025 (4)
Birinci Fark	Sabit	0.0000 (0)***	0.0001 (41)	0.0001 (76)	0.0000 (1)	0.001(12)
	Sabit + Trend	0.0000 (0)	0.0001 (39)	0.0001 (79)	0.0000 (1)	0.0000 (12)
	Sabitsiz ve Trendsiz	0.0000 (0)	0.0000 (41)	0.0000 (82)	0.0000 (1)	0.0000 (12)

***, %1 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir. Parantez içindeki değerler Newey-West kriterine göre seçilmiş bandwith aralığını göstermektedir.

Tablo 4.3 PP birim kök testi sonuçlarına göre KSA, ENF, CA ve REF değişkenleri düzeyde durağan iken GDP değişkeni farkı alındığında durağan hale gelmektedir. Bu yüzden, GDP değişkeni dışındaki diğer dört değişken I(0) iken GDP değişkeni I(1)'dir.

4.3.3.2. ARDL Sınır Testi Sonuçları

Çalışmaya konu olan değişkenlerin bir kısmı I(0) bir kısmı I(1) olduğu için değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olup olmadığını tespit edebilmek için Johansen eşbütünlük testi yapılamaz. Bunun için Sınır testi (ARDL) uygulanabilir.

ARDL testinin uygulanabilmesi için ilk olarak F istatistik değerinin belirlenmesi gerekmektedir. F değeri ve kritik değer sonuçları Tablo 4.4'de görülmektedir.

Tablo 4.4: ARDL Testi için F Değeri ve Kritik Değer Sonuçları

k	F-istatistik değeri	Kritik Değerler	
		%5 I(0) - I(1)	%10 I(0) - I(1)
4	4.1795	2.3715 - 3.6274	1.9553 - 3.0930

Not: Kritik değerler Pesaran vd. (2001), Tablo III'den elde edilmiştir

Tablo 4.4'e göre F istatistik değeri kritik tablo değerlerinin üst limitinden daha büyüktür. Dolayısıyla değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğu anlaşılabilir bir sonraki aşamaya geçilebilir.

Uzun dönem katsayılarının anlamlılığının sonuçları ise Tablo 4'de görülmektedir.

Tablo 4.5: Uzun Dönem ARDL (1,0,0,0,0) Modeli
(Bağımlı değişken GDP)

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-ist.	Olasılık Değeri
ENF	.2027	.13827	1.4664	0.147
CA	.0103	.0080	1.2873	0.202
KSA	00123	.5808	2.1295	0.036
REF	-.11883	.24713	-0.48083	0.632

Uzun dönem katsayılar incelendiğinde, Gayri safi milli hasıla değişkeni üzerinde Kısa vadeli sermaye hareketleri değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri %5 düzeyinde anlamlıdır ve pozitif işaretlidir. Buna göre Kısa vadeli sermaye artarsa Gayri safi milli hasılda artış göstermektedir.

Tablo 4.6: Kısa Dönem ARDL(1,0,0,0,0) Modeli

Değişkenler	Katsayı	St. Hata	t-ist. Değeri	Olasılık Değ.
Δ ENF	-.099200	.060318	-1.6446	0.104
Δ CA	00244	.00190	1.2859	0.202
Δ KSA	.2936	.1175	2.4993	0.015
Δ REF	-.028206	.0535	-.52697	0.600
ecm(-1)	-.23736	.07800	-3.0430	0.003

Kısa dönem katsayılar değerlendirildiğinde hata düzeltme teriminin (ecm) istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretli olduğu görülmektedir. Dolayısıyla kısa dönemde meydana gelen dengeden sapmalar uzun dönemde dengeye yaklaşmaktadır. Uzun dönem de olduğu gibi kısa dönemde de KSA değişkeni istatistiksel olarak anlamlıdır.

4.3.3.3 Nedensellik Testi Sonuçları

ARDL testinden sonra değişkenler arasında nedensellik ilişkisi olup olmadığını tespit edebilmek için Toda-Yamamoto (1995) nedensellik testi uygulanmıştır.

Tablo 4.7: Toda-Yamamoto Granger Nedensellik Sonuçları

Hipotez	Gecikme uzunluğu	M-Wald (χ^2)	Olasılık değeri	Nedensellik
KSA→GDP GDP→KSA	5	2.0782 0.378	0.0791* 0.8791	KABUL RET
KSA→ENF ENF→KSA	2	0.789 0.3591	0.4577 0.6994	RET RET
KSA→CA CA→KSA	3	0.3220 0.2745	0.7251 0.7607	RET RET
KSA→REF REF→KSA	1	1.1828 2.857	0.7251 0.0407**	RET KABUL

Parantez içindeki değerler optimal gecikme uzunluğu için en küçük Schwarz kriterini göstermektedir. ***, **, * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 önem düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 4.7'ye göre Kısa vadeli sermaye akımlarından Gayri safi milli hasılaya doğru nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Ayrıca, Reel faiz oranından kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru da nedensellik tespit edilmiştir. Teorik varsayımlara uygun olarak Türkiye'de Kısa vadeli sermayenin ülke sınırlarına girmesi ile ulusal paranın döviz karşısında değer kazanması, özellikle ithalat eğiliminin yüksek olmasından dolayı tüketimi artırmakta ve dolayısıyla Gayri safi milli hasılda artmaktadır. Bu büyüme, kısa vadeli sermayenin ulusal sınırlar içerisinde kaldığı sürece devam etmekte, aksi bir durumun yaşandığı dönemlerde (1994, 2001 Krizi) ise GDP büyüme hızı negatif değerler alabilmektedir. Bu nedenle Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi pozitif etkilemesi, ekonomik ve siyasi istikrarın olduğu dönemlerle sınırlı kalmaktadır. Diğer taraftan, Türkiye'de faiz oranlarının artış göstermesi, Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinde bir artış sağlamaktadır. Ancak 2007 Krizi bu durumun bir istisnasını oluşturmaktadır. 2007 Krizinde faiz oranları nispeten düşük olmasına rağmen piyasada serbestçe dolaşan bir serseri paranın varlığı söz konusuydu. Yabancı yatırımcılar reel faiz oranları doğrultusunda ve uluslararası faiz oranlarının üstünde

bir faiz oranının söz konusu olduğu dönemlerde ulusal ekonomiye giriş yapmakta, aksi durumun söz konusu olduğu, yani ulusal ekonomide risk düzeyinin yükseldiği ve reel faiz oranlarının düştüğu dönemlerde ise ülkeyi terk edebilmektedirler.

4.4. BULGULAR VE ÖNERİLER

Çalışmada, Türkiye’de 1990Q1-2012Q4 arası dönemde yaşanan kısa vadeli sermaye akımlarının, ulusal makroekonomik değişkenlerden, reel faiz, cari açık, enflasyon oranı ve milli gelir ile olan etkileşimi analiz edilmiştir. Bu analiz için ARDL sınır testi ve Toda-Yamamoto Granger nedensellik testi uygulanmıştır. ARDL testi sonucunda gayri safi milli hasıla’nın bağımlı değişken olduğu model istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Ayrıca kısa vadeli sermaye akımlarından gayri safi milli hasılaya doğru hem uzun hem de kısa dönemde ilişki tespit edilmiştir. Nedensellik testi sonucunda ise kısa vadeli sermaye hareketlerinden gayri safi milli hasılaya doğru tek-yönlü nedensellik bulunmuştur. Ayrıca, reel faiz oranından kısa vadeli sermaye akımlarına doğru da tek-yönlü nedensellik tespit edilmiştir.

Kısa vadeli sermaye akımları kısa vadeli borç olarak da kabul edilebilir. Bu tür bir sermaye akımı ülkede başta menkul kıymetler borsasına kayıtlı firmalar olmak üzere, bu fonlardan yararlanan tüm kurumların likidite gücünü ve sermayesini güçlendirdiği için bu firma ve kurumların karlılık oranlarını arttırır. Yüksek karlılık ile birlikte firmaların yatırım kapasitelerinde bir genişleme meydana gelir ve bu da piyasada istihdam kapasitesini arttırır ve ekonomik büyümeyi teşvik eder. Ayrıca, bankalara faiz getirisi elde etmek amacıyla gelen fonlar da piyasaya dış borçlanma yerine önemli bir alternatif oluşturur. Merkez Bankası’nın elini güçlendirir ve döviz piyasasının kontrol altında tutulmasını sağlar.

Ekonomik büyümeyi sağlayacak sermaye açığı gidermek, artan kamu borç stokunun finansmanını sağlamak ve uluslararası piyasalara entegre olmak gibi bir takım beklentiler ile dış finansal serbestleşmeyi gerçekteşiren Türkiye, gelişmiş uluslararası piyasalara göre sunmuş olduğu yüksek getiriden dolayı, 32 sayılı karar ile birlikte kısa vadeli yabancı sermayenin hareket alanına girmiş ve bu tarihten itibaren sermaye hareketlerinde artış yaşanmıştır. Aslında burada yabancı yatırımcının Türkiye’ye yönelmesindeki amaç ile Türkiye’nin yabancı sermayeden beklentilerinin birbirine zıt bir durum ortaya çıkardığı görölmektedir. Zira ekonomik

büyüme yi sağlayacak yabancı sermayenin istikrarlı ve uzun vadeli olması gerekirken, Türkiye'ye dış finansal liberalizasyona geçişle birlikte yönelen sermayenin, faiz ve kur arbitrajına dayanan geri dönüş kabiliyeti yüksek portföy yatırımı şeklinde olması istenilen etkiyi ortaya çıkaramamıştır. Bunun aksine daha önce öngörülemeyen ve birçok gelişmekte olan ülkenin de yaşamış olduğu kriz dönemleri meydana gelmiştir.

Kısa vadeli sermaye, yönelmiş olduğu her ülkede olduğu gibi, Türkiye'de de bir takım makroekonomik etkiler ortaya çıkarmıştır. Kısa vadeli sermaye ilk önce kurlar üzerinde etkili olmuş ve ulusal para, yabancı sermayenin ülkeye giriş yaptığı dönemde aşırı değerlenmiş buna rağmen yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesinde ise yabancı para karşısında değer yitirmiştir. Kurların arttığı dönemlerde, ithal malların daha önceki dönemlere kıyasla ucuz hale gelmesinden dolayı, ithalat artmış buna rağmen ihracat, ihraç edilen malların daha önceki dönemlere kıyasla pahalı hale gelmesinden dolayı, azalmıştır. Bu durum cari işlemler açığının artması, ihracatçı sektörlerin uluslararası rekabet gücünün azalması gibi birtakım olumsuz etkileri ortaya çıkarmıştır. Bu yüzden hem cari açığın finansmanında hem de ithalatın sürdürülebilmesinde yabancı sermayeye olan ihtiyaç ve ekonomik bağımlılık gittikçe artmıştır.

2001 Krizi sonrasında Türkiye'de yaşanan siyasi ve ekonomik istikrar süreci, ülkeye gelen yabancı sermaye miktarını da son derece olumlu etkilemiştir. Bu durumun sürdürülebilirliği çok önemlidir. Zira, Türkiye'de 2001 yılından bu yana yaşanan siyasi ve ekonomik istikrar sürecinin bir yansıması olarak ekonomik büyümenin istikrar kazandığını söyleyebiliriz. Ayrıca, gelişmekte olan bir ekonomi olması münasebetiyle, gerek reel sektörde ve gerekse de finans piyasalarında hızlı bir gelişme ve liberalizasyon yaşanmıştır. Bütün bu olumlu gelişmeler uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu istikrarlı bir biçimde artırmasına neden olmuş ve bu da Türkiye'yi yabancı yatırımlar için önemli bir yer haline getirmiştir.

Türkiye'de para otoritesinin hiçbir suretle uyguladığı politikalardan (piyasa yapıcı) taviz vermemesi gerekmektedir. Nitekim, TCMB sermaye akımlarına göre değil, küresel sermaye Türkiye'deki politikalara göre şekil almaktadır. Türkiye ekonomisi son yıllarda geçmişe nazaran daha fazla dışa açılmış bir ekonomidir. Bu

nedenle dış kaynaklı tehditlere karşı eskisinden çok daha fazla açıktır. Artan liberalizasyonun etkisi ile finansal piyasalarda hukuki mevzuatın sağlamlaştırılması, yasal boşlukların kaldırılması gerekmektedir. Yerli ve yabancı yatırımcıya uygulanan stopaj farklılıkları yerli yatırımcının yabancı aracı kurumlar üzerinden piyasaya girmesine de neden olmakta bu da ülkeye giren sermayenin etkinliğini azaltmaktadır. Bu konuda yerli ve yabancı yatırımcıya eşit muamele yapılması bu etkinsizliği ortadan kaldıracaktır. Piyasanın KVYS’de olası bir geri çekilme durumunda zarar görmemesi için TCMB’nin yabancı para cinsinden rezervlerini daha da artırması ve hatta kıymetli maden ve TL rezervlerinin de bir bölümünü yabancı likiditeye dönüştürmesi, kriz dönemlerinde bankanın elini güçlendirecek ve piyasada oluşabilecek spekülasyonların önüne set çekecektir.

Kısa vadeli sermaye akımlarının ekonomide önemli bir yerinin olması yanında, ülkeden ani çıkışlarda oluşturacağı olumsuz etkilerinde dikkate alınması gerekmektedir. İşte bu noktada ülkede hem ekonomik hem siyasi istikrarın sağlanması ve popülist iktisat politikalarından uzak durulması gerekmektedir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ

Sonuç olarak, 1990 sonrası Türkiye'nin gerekli kurumsal alt yapıyı oluşturmadan dış finansal liberalizasyonu gerçekleştirmiş olması, doğrudan yatırımların toplam yatırımlar içerisinde payının küçük kalması, popülist iktisadi politikalar, ekonomi yönetiminin izlediği politikaların spekülative sermayeyi önlemede yetersiz kalması gibi nedenlerden dolayı, Türkiye, 1990-2001 yılları arası finansal serbestleşmeden istediği şekilde faydalanamamıştır. Ama Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin gerekli iktisadi büyümeyi sağlayabilmesi için yabancı kaynağa duyduğu ihtiyaç ortadadır. Bu yüzden Türkiye, kısa vadeli sermayeye olan bağımlılığını azaltacak ve iktisadi büyümeyi sağlayacak uzun vadeli yatırımlara yönelik iktisadi reformlar yapmalıdır. Diğer taraftan yabancı yatırımcının ulusal ekonomiye güvenini artıracak ekonomik ve siyasi istikrara önem verilmelidir. Nitekim, Türkiye'nin 2001 yılında yaşadığı siyasal krizin ekonomik yansımalarının ağır olması, yabancı yatırımcı için siyasal istikrarın ne kadar önemli olduğunu göstermektedir.

Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre kısa vadeli sermaye akımları Türkiye'de ekonomik büyümeyi hem kısa hem de uzun vadede önemli ölçüde etkilemektedir. Öyle ki; Türkiye'ye giren bu sıcak para ekonomide yabancı para cinsinden likidite sıkıntısını ortadan kaldırmıştır. Özellikle de faiz ve kur ayarlamalarında son 10 yıla baktığımızda, artan liberalizasyonun da bir sonucu olarak zaman zaman kısa süreli volatiliteler yaşansa da ciddi manada istikrar söz konusudur. Tüm bu gelişmeleri aynı denkleme yazdığımızda kısa vadeli sermaye girişinin Türkiye'de ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği sonucuna ulaşılır. Nitekim; çalışmanın bir diğer önemli sonucu da faiz oranlarından KVSH'ne doğru nedensellik ilişkisinin tespit edilmiş olmasıdır. Buradan da açıkça anlaşılmaktadır ki; yabancı sermaye faizin düşük olduğu piyasadan çıkarak yüksek olduğu piyasalara doğru hareket etmektedir. Bu da genellikle gelişmekte olan ekonomilere doğru

olmaktadır. Ülkedeki faiz oranının diğer gelişmiş ekonomilere kıyasla nispeten yüksek olması hem ülkeye sermaye girişini artırmış ve ekonomiyi rahatlatmıştır. Öte yandan ekonomik büyüme ve finansal gelişmenin etkisiyle faiz oranlarında zaman içerisinde yaşanan azalma, reel sektörün kredi kullanma kapasitesini genişletmiş ve piyasalarda bir genişlemeye ve bunun yansıması olarak da ekonomik büyümeye neden olmuştur.

KAYNAKÇA

- Acaravcı, A. (2000). *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi SBE, Adana.
- Açıkgöz, Ş. (2008). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Kontrol Etmede Kullanılabilecek Araçlar*. Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi SBE, Afyon.
- Akat, A.S. (Ağustos 2004). *Ödemeler dengesi Yazıları*.
<http://akat.bilgi.edu.tr/others/0408-disacik-2.pdf> (02.01.2011).
- Akbaş, Y.E. (2012). *Ekonomik Büyüme, Cari açık ve Kısa Vadeli Sermaye Akımları Arasındaki Karşılıklı İlişkinin İncelenmesi: Oecd Ülkeleri Üzerine Bir Araştırma*. Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi SBE, Malatya.
- Akbaş, Y.E., Şentürk, M., Sancar, C.ve Akyazı, H. (2012). The Relationship Among The Current Deficit – Short Term Capital Movements And Economic Growth: Evidence From Turkey. *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies And Research*, 2012 Archive Page, pp.275-289.
- Akçoraoğlu, A., (2000). International Capital Movements, External Imbalances and Economic Growth: The Case of Turkey. *Yapı Kredi Economic Review*, 11.
- Aklan, N. (2006). *Tobin Vergisi, Döviz Piyasalarında İstikrar Sağlamanın Bir Aracı Olarak KullanılabilirMi?*.
<http://www.journals.istanbul.edu.tr/tr/index.php/iktisatmecnua/article/view/7222/6736> (04.04.2011)
- Aktan, C.C ve Şen, H. (2001). Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri. *Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, Yıl 7, Sayı 42, Eylül-Ekim,ss.1225-1230.
- Aktan, C.C. ve Vural, İ.Y. (2012). *Global Ekonomik Krizler sorunu*.
<http://www.canaktan.org/yeni-trendler/global-sorunlar/global-kriz.htm>
(11.10.2012).

- Alp, A. (2003). Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri. *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl: 40, Sayı: 473, İstanbul, ss. 21-31.
- Alp, A. (2002). *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*. İMKB Yayınları, İstanbul.
- Alp, A.(2000). *Finansın Uluslararasılaşması*. Yapı Kredi Yayınları, İstanbul. Ankara.<http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/ozgurergul.pdf> (27.07. 2012).
- Apak, S., Uçak, A. ve Uzunoğlu, S. (2006). Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı*, Ankara.
- Aslan, N. (1997). *Uluslararası Özel Sermaye Hareketleri*. Evrim Yayınları, İstanbul.
- Artun, T. (1995). 4 Trilyon Dolar Sıcak Para Var. *Ekonomik Forum*, No:12.
- Babaoğlu, B. (2005). *Türkiye’de Cari İşlemler Dengesinin Sürdürülebilirliği*. Uzmanlık Tezi, TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü, Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/barisbabaoglu.pdf> (15.02.2013).
- Bahmani-Oskooee, M. and Goswami, G., (2003).“A Disaggregated Approach to Test the JCurve Phenomenon: Japan versus Her Major Trading Partners”, *Journal of Economics and Finance*, Vol. 27, Spring, 102-113.
- Bal, H. (2001). Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye. *Türkiye Bankalar Birliği*, Yayın no.222.
- Bastı, E. (2006). *Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi*. SPK Yayınları, Yayın No:191. Ankara.
- Bårdsen, G. (1989). Estimation of Long Run Coefficients in Error Correction Models. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 51, 345-350.
- Barışık, S. ve Açıkgoz, E. (2007). Türkiye’de Uluslar arası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi: 1992–2005 Dönemi VAR Analizi. *TİSK Akademi Dergisi*, Cilt:2, Sayı:3, ss.198-218.
- Bedestenci, H.Ç. ve Kara, M.A. (2004). Sermaye Hareketleri ve Kalkınma. *Kalkınma Ekonomisi: Seçme Konular*, Taban, S. ve Kar, M. (Ed.). Ekin Kitabevi, Bursa.
- Berksoy, T. ve Saltoğlu, B. (1998). Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri. *İstanbul Ticaret Odası*, Yayın No: 1998-58, İstanbul.

- Berument, H. ve Dinçer, N. (2004). Do Capital Flows Improve Macroeconomics Performance In Emerging Markets?: The Turkish Experience. *Emerging Markets Finance And Trade*, Volume:40, Number:4, pp.20-32.
- Bilgin, M.H. (2004). Döviz Kuru İşsizlik ilişkisi: Türkiye Üzerine Bir İnceleme. *Kocaeli Üniversitesi SBE Dergisi*, 2004/2, Sayı:8, ss.80-94.
- Boratav, K. (2001). 2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt:16, Sayı:186, ss.7-18.
- Boratav, K. (2003). *Türkiye İktisat Tarihi 1908-2002*. İmge Kitabevi, Ankara.
- Cihan, Ö. (2005). *Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri*. Uzmanlık Tezi, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Coşgun, D. (2006). *Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisine Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi SBE, 2006.
- Çelik, F.Ş. (2008). *Uluslararası Piyasalarda Spekülatif Para ve Sermaye Hareketliliği ve Tobin Vergisi Carry Trade, Hedge Fonlar ve Diğer Spekülatif Hareketler*. Maliye Uzmanlığı Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Çeviş, İ. ve Kadılar, C. (2001). The Analysis of The Short-Term Capital Movements By Using The VAR Modelis: The Case of Turkey. *The Pakistan Development Review*, Volume:40, Number:3, ss.187-201.
- Delice, G. (2000). Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, Cilt:55, No:1, ss.53-77.
- Demiral, M. (2008). *Türkiye'de Sıcak Para Hareketleri ve Ekonomik Krizlere Etkisi*. Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi SBE, Niğde.
- Demircan, E. ve Ener, M. (2003). IMF'nin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye'de Uygulanan İstikrar Programları Üzerine Etkileri. *Çanakkale Üniversitesi Yönetim Bilimleri Dergisi*, Cilt:1, Sayı:1-2, ss.83-102.
- Demirci, N. (2005). *Finansal Krizlerin Anatomisi: Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye*. Sermaye Piyasası Yayınları, Yayın No:186.
- Dikmen, F.H. (2003). *Yabancı Sermaye Hareketlerinin Nedenleri ve Türkiye'de Makro Ekonomik Değişkenler Üzerine Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi SBE, Ankara.

- Dolado, J.J. ve Lutkepohl, H. (1996). Making Wald Test Work for Cointegrated VAR Systems, *Econometric Review*. Vol:15, pp. 369-386.
- Domaç, İ. ve Peria, M.S.M. (2003). Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is There A Link ?, *Journal Of International Economics*, Volume 61, Issue 1, pp. 41-72.
- DPT, (2013). Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, <http://www.dpt.gov.tr/Kalkinma.portal> (15.04.2013).
- DPT, (2000). “ Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu”, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, <http://ekutup.dpt.gov.tr/yabancis/otk532.pdf>
- Durusoy, S. (Temmuz 2000). *Finansal Serbestleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri*. <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>, (20.10.2010).
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. (2005). *Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması*. Remzi Kitabevi, 9. Baskı, İstanbul.
- Emil, M.F. ve Vehbi, M.T. (2002). Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği. *Hazine Dergisi*, Mayıs, Sayı:15, ss. 2-12.
- Enders, W. (2010). *Applied Econometric Time Series*. JohnWiley and Sons, America.
- Ergül, Ö. (2012). *Sermaye Kontrolleri: Uygulanışı, Etkinliği ve Türkiye Üzerine Yorumlar*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü,
- Eroğlu, N. (2003). *Türkiye 'de İktisat Politikalarının Gelişimi*. T.C. Marmara Üniversitesi Atatürk İlkeleri ve İnkılap Tarihi Araştırma ve Uygulama Merkezi, 80. Yılında Türkiye Cumhuriyeti Sempozyumu, 21-31 Ekim, İstanbul.
- Eroğlu, Ö. ve Albeni, M. (2002). *Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye*. Bilim Kitabevi, Isparta.
- Esen, O. (1997). Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD_V08_N27_A03.pdf (10.12.2011).
- Esen, O. (1990). Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Kaçışı: Ölçülmesi, Nedenleri ve Sonuçları. *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*. Yıl 27, Sayı 5, ss. 39-48.
- Esen, Ö. (2008). *Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Başlıca İktisadi Değişkenler Üzerine Etkisi*. Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi SBE, Kocaeli.

- Eren, A. ve Süslü, B. (2001). Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi. *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı 1*, Sayı:41, Yıl:7, Eylül-Ekim, ss. 662-674.
- Evranos, F. (2012). *2008 Küresel Finansal Krizinin Etkileri (Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri Yönünden)*. Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, İstanbul.
- Girdap, Ö. (2007). *Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi, Finansal Krizler ve Türkiye*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, İstanbul.
- Goldstein, M. ve Turner, P. (1999). *Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri*. Karacan, A.İ. (Çev.), Dünya Yayıncılık, İstanbul.
- Göçer, İ. (2011). Türkiye Ödemeler Bilançosu Dengesinin Sürdürülebilirliği: Sınır Testi Yaklaşımı. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı:29, ss. 263-278.
- Gujarati DN (1995). *Basic Econometrics*. New York: McGraw-Hill, Inc.
- Gündem, F. (2008). *Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilançosu Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi SBE, İzmir.
- Güneş, S. (2007). Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği. *Sosyoekonomi Dergisi*, 2007;1
<http://www.sosyoekonomi.hacettepe.edu.tr/070101.pdf> (15.10.2012).
- Güriş, B. ve Kıran, B. (2007). Reel Faiz Oranı ve Reel Döviz Kurunun Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Etkileri: Sınır Testi Yaklaşımı. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl 22, Sayı:255, ss. 85-94.
- Harman, N. (2006). *Finansal Piyasalarda Küreselleşme*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, İstanbul.
- IMF Balance Of Payment, (1993).
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf>, (11.11.2010).
- İnandım, Ş. (2005). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü. Uzmanlık Yeterlik Tezi. Ankara.
<http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/seydainandim.pdf>
(15.03.2012).

- İnsel A. ve N. Sungur (2003), “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989: III-1999:IV”, *Türkiye Ekonomi Kurumu*, Tartışma Metni 2003/8, <http://www.tek.org.tr> (18.02.2013).
- İşeri, M. ve Aktaş, Z. (2005). İMKB’de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler, 1997-2005 Dönemi. *Yaklaşım Dergisi*, Sayı:151, ss. 371-385.
- Kansu, A. (2003). *Türkiye 1994 ve 2001 Krizlerinin Döviz Krizleri Modelleri Çerçevesinde Değerlendirilmesi*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi SBE, İstanbul.
- Kar, M. ve Kara, M.A. (Temmuz 2003). Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler. *Dış Ticaret Dergisi*. Yıl:8, Sayı:29, ss.46-80.
- Karacan, A. (2000). *Bankacılık ve Kriz*. Creative Yayıncılık, 3. Baskı, İstanbul.
- Karluk, R. (1997). *Türkiye Ekonomisi*. Beta Yayın Dağıtım A.Ş. , 5. Baskı, İstanbul.
- Karluk, R. (2001). Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı. *Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye*, Tarhan, A. (Ed.), TCMB İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü Eğitim Müdürlüğü, Ankara.
- Kartallı, F.Y. (2007). *Sermaye Hareketlerinde Ani Duruşlar ve Sermaye Kontrolleri: Türkiye Ne Zaman Uygulamalıdır?*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi SBE, İstanbul.
- Kaya, Y.T. (1998). *Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği*. Uzmanlık Tezi, DPT, Ankara.
- Kazgan, G. (1999). *Tazminattan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi: Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye*. Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul.
- Kazgan, G. (1994). *Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye’nin Yeri*. Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul.
- Kepenek, Y. ve Yentürk, N. (2000). *Türkiye Ekonomisi*. Remzi Kitabevi, 4. Baskı, Ankara.
- Keskin, N. (2008). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği*. Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi SBE, İzmir.
- Keskin, H., Kiriş, H. ve Şentürk, C. (2006). 2001 Krizinin Ekonomik ve Siyasi Yönleri Üzerine Bir Değerlendirme Çabası. *Süleyman Demirel Üniversitesi*

Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Yıl:2, Sayı:4, Güz.
<http://sbedergi.sdu.edu.tr/assets/uploads/sites/343/files/hidayet-keskinhakan-m-kiriscanan-senturk-27022013.pdf>

Keşen, S. (2011). *Finansal Sermaye Hareketleri ve Para Politikası İlişkisi Genelinde Dünya Ekonomileri ve Türkiye Örnekleri*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, İstanbul.

Kibritçiöğlü, A. (2001). Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001. *Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, Yıl 7, Sayı 41, Eylül-Ekim, ss. 174-182.

Lutkepohl, H. and Kratzig, M. (2004). *Applied Time Series Econometrics*.

Meriç, M. (2001). Türkiye’de Kamu Kesiminin Krizler Üzerindeki Etkisi. *Yeni Türkiye Dergisi*, Yıl:7, Sayı:41, ss. 775-785.

Mishkin, F. (May 1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective, *NBER Working Paper*, No:5600.
<http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w5600.pdf>
(06.05.2012).

Narayan P.K. (2005), The Saving and Investment Nexus for China: Evidence From Cointegration Tests, *Applied Economics*, 37, 1979–1990.

Neely, J.C. (1999). An Introduction to Capital Controls.
<https://research.stlouisfed.org/publications/review/99/11/9911cn.pdf>,
(10.03.2011).

Orhan, Osman Z. ve Erdoğan, S. (2005). *İktisada Giriş*, Avcı Ofset, İstanbul.

Özatay, F. (1995). 1994 Krizinden Alınacak Dersler: Kamu İç Borç Yönetiminde Yapılan Yanlışlıklar ve Güven Bunalımı. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı:109, ss.17-23.

Özel, S. (2005). *Global Finansal Krizler*. Deniz Kültür Yayıncılık, İstanbul.

Özer, M. (1999). *Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar*. Anadolu Üniversitesi Basımevi, Eskişehir.

Pamuk, S. (2006). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri ve Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi SBE, İstanbul.

- Pesaran, M. H., Y. Shin, and Smith, R. J. (2001), "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships," *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 16, 289-326.
- Phillips, P. C. B. and Perron, P. (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regression, *Biometrika*, 75(2), 335–346.
- Rivero, Oswaldo De. (2003). *Kalkınma Efsanesi: XXI. Yüzyılın Bağımsız Yaşayamayan Ekonomileri*. Karakurt, Ö. (Çev.), Çitlembik Yayınları, İstanbul.
- Saraçoğlu, F. ve Şahan, Ö. (2004). Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği. *Sayıştay Dergisi*, <http://dergi.sayistay.gov.tr/icerik/der55m4.pdf> (07.08.2012).
- Schwert, G. W. (1989). Tests for Unit Roots: A Monte Carlo Investigation. *Journal of Business and Economic Statistics* 2, 147–159.
- Sever, E., Demir, M. ve Yıldırım, Z. (2008). Uluslararası Sermaye Akımlarının Döviz Kurları Üzerine Etkisi: Seçili Ülkeler Üzerine Bir Uygulama. *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar Sempozyumu*, Balıkesir Üniversitesi İ.İ.B.F, Balıkesir.
- Seyidoğlu, H. (2001). *Uluslararası İktisat*. Güzem Yayınları, 14. Baskı, İstanbul.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası Finans*. Güzem Yayınları, Geliştirilmiş 2. Baskı, İstanbul.
- Sharma, S.D. (2003). The Malaysian Capital Controls and The Debates on the New International Financial Architecture. *Review of Asian and Pacific Studies*, No:23, ss. 1-25.
- Sönmez, M. (2003). *100 Göstergede Kuruluştan Çöküşe Türkiye Ekonomisi*. İletişim Yayınları, Baskı:1, İstanbul.
- Sönmez, S. (1998). *Dünya Ekonomisinde Dönüşüm: Sömürgecilikte Küreselleşmeye*. İmge Kitabevi, Ankara.
- Süslü, B. (2001). Türkiye’de 1990 Sonrası İzlenen Faiz Politikası. *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, Bahar, Sayı:3, ss. 123-139.
- Şahin, H. (1997). *Türkiye Ekonomisi*. Ezgi Kitabevi Yayınları, 4. Baskı, Bursa.
- Şimşek, A.R. (2007). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi SBE, Balıkesir.
- Tarı, R. ve Kumcu, F.S. (2005). Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin Analizi (1983-2003 Dönemi). *Kocaeli Üniversitesi SBE Dergisi*, 2005/1, Sayı:9, ss.156-179.

- TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>. (10.02.2013).
- TCMB. (2002). *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kuresel.pdf>, (17.04.2011).
- Tezcanlı, M., Varış, S., Kumbasar, B., Oral, E., Görgünay, H., Tan, E., Uytun, E. (1994) *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*. İMKB Yayınları, İstanbul.
- Toda, H.Y. and Yamamoto, T. (1995). Statistical Inferences in Vector Autoregressions with Possibly Integrated Processes, *Journal of Econometrics*, 66, 225-50.
- Uzunoğlu, S. (1996). *Bankacılık*. Kültür Bakanlığı Ekonomik Araştırmalar Merkez Yayınları, Ankara.
- Uzunoğlu, S., Alkin, K. ve Gürlesel, C.F. (1995). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*. İMKB Araştırma Yayınları, No:6, İstanbul.
- Ünsal, E. (2005). *Uluslararası İktisat*. İmaj Yayınevi, İstanbul.
- Walter, T. (2002). *Dünya Ekonomisi*. Çağlar, Ü. (Çev.), Alfa Yayınevi, İstanbul.
- Wyplosz, C. (2001). How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?. *G24 Discussion Paper*, No:14, UNCTAD.
- Yeldan, E. (2005). Sıcak Para Akımları, Dış Borçlar ve Reel Kur. http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan15_9Mar05.pdf (11.10.2011).
- Yeldan, E. (2002). Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler. *Praksis Üç Aylık Sosyal Bilimler Dergisi*, <http://www.praksis.org/wp-content/uploads/2011/07/007-02.pdf> (09.08.2012).
- Yeldan, E. (1997). Türkiye’de Finansal Serbestleşme Deneyimi. *Petrol-İş Sendikası, 1995/1996 Yıllığı*.
- Yentürk, N.ve Çimenoglu, A. (2002). Impacts Of International Capital Flows On The Turkish Economy. *ERC METU VI. International Conference in Economics Symposium Proceedings*, September.
- Yıldırım, H. (2003). Yabancı Sermaye ve ABD’ye Yönelik Portföy Yatırımları. *İş, Güç Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi*, Cilt:5, Sayı:2, <http://www.isgucdergi.org/?p=article&id=157&cilt=5&sayi=2&yil=2003> (04.05.2012).

- Yurdakul, M.E. ve Erdal, F. (2003). Enflasyon ve Para Politikası. 1980-2003 Türkiye'nin Dış, Ekonomik ve İdari Politikaları, Göksu, T., Çelik, H., Baharççek, A. ve Şen A., (Ed)., Siyasal Kitabevi, Ankara
- Yücel, F. ve Yanar, R. (2005). Türkiye'de Cari İşlemler Açıkları Sürdürülebilir Mi? Zaman Serileri Perspektifinden Bir Bakış. *Çukurova Üniversitesi SBE Dergisi*, <http://sosyalbilimler.cukurova.edu.tr/dergi/dosyalar/2005.14.2.260.pdf> (06.12.2012).

TEŐEKKÖRLER

“Kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenler üzerine etkisi: Türkiye örneği” adlı tez çalışmamda bilgi ve görüşlerinden yararlandığım değerli tez danışmanım Doç. Dr. Tuba DİREKÇİ’ye ve desteğini esirgemeyen değerli aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.