

T. C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI

TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ
VE YATIRIM-TASARRUF ÜZERİNE ETKİLERİ

Ayşe Merve ÖZER

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman

Doç. Dr. DOĞAN UYSAL

Konya 2012



YÜKSEK LİSANS TEZİ KABUL FORMU

Öğrencinin

Adı Soyadı Ayşe Nerme ÖZER

Numarası 08 422 600 10 10

Ana Bilim / Bilim Dalı İktisat / İktisat

Programı Tezli Yüksek Lisans Doktora

Tez Danışmanı Doç. Dr. Doğan UYSAL

Tezin Adı Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Gelişimine ve Yatırım-Tasarruf Üzerine Etkileri

Yukarıda adı geçen öğrenci tarafından hazırlanan Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Gelişimine ve Yatırım-Tasarruf Üzerine Etkileri başlıklı bu çalışma 04/11/2011 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği/oyçokluğu ile başarılı bulunarak, jürimiz tarafından yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Ünvanı, Adı Soyadı

Danışman ve Üyeler

Doç. Dr. Doğan UYSAL

Doç. Dr. Seynep KAKAÇI

Doç. Dr. Ahmet AY

İmza



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Öğrencinin

Adı Soyadı Ayşe Merve Ötör

Numarası 08 422 600 10 10

Ana Bilim / Bilim Dalı İktisat / İktisat

Programı

Tezli Yüksek Lisans

Doktora

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Doğan UYSAL

Tezin Adı

Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Yatırım Tasarruf Üzerine Etkileri

ÖZET

Bir ülkenin kalkınması, asıl olarak yatırımlara ve üretiminin artmasına bağlıdır. Yatırım yapılabilmesi ise gelirin tasarruf edilen kısmına ve sermaye birikimine bağlıdır. Bir ülkede yapılan tasarrufların düşük kaldığı durumlarda dış kaynaklara başvurulur ki, bu durumda tasarruflar yabancı sermaye olarak ülkeye giriş yapmış olurlar. Dünya ekonomisinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki kaynak dağılımı farklılığından dolayı sermaye donanımı açısından dengesiz bir tablo ortaya çıkmıştır. Gelişmekte olan veya az gelişmiş ülkelerin ekonomik kalkınmalarının önündeki önemli engellerden birisi; kaynak dağılımının dengesizliğinden dolayı bu ülkelerde sermaye faktörünün yetersiz olmasıdır. Düşük gelir sonucu ortaya çıkan düşük tasarruf ve düşük yatırım çıkmazı, bu ülkeleri dış tasarruflara yönlendirmiştir. Gelişmekte olan ya da az gelişmiş ülkeler, finansal serbestleşme programları uygulayarak dış tasarruflardan faydalanma yoluna gitmişlerdir. Sonuç olarak tüm dünyada ortaya çıkan finansal serbestleşme hareketi, bilgi ve teknoloji alanındaki gelişmelerle bir araya gelince sermaye piyasalarının bütünleşmesi kaçınılmaz olmuş ve ülkeler açısından son derece önemli bir konu haline almıştır. Bu çalışmada sermaye hareketlerine ilişkin tanımlara yer verilmiş ve yine sermaye hareketlerinin tarihsel gelişim süreci incelenmiştir. Gelişmekte olan bir ülke olan Türkiye'deki sermaye hareketlerinin gelişimi, 1980'lere kadar içe dönük bir ekonomik politika izlemesine rağmen, 24 Ocak 1980 Kararları ile değişmiş ve dışa açılma süreci başlamıştır.

Bu çalışmanın amacı, 1990 ile 2010 yılları arasında, ülkeye giren yabancı sermayenin yatırımlar ve tasarruflar üzerindeki etkisini incelemektir. Yapılan analiz sonucunda yabancı sermayenin ek finansman kaynağı ya da istikrarsızlık nedeni olarak görülmemesi gerekir. Bu konuda alınacak önlemler ve rasyonel politikalar açıktan sermayenin olumsuz etkilerini yok edebilecektir.

Anahtar Kelimeler: Türkiye, sermaye hareketleri, yatırımlar, tasarruflar ve finansal liberalizasyon.



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Öğrencinin

Adı Soyadı Ayşe Meriye ÖZER

Numarası 08 422 600 10 10

Ana Bilim / Bilim Dalı İktisat (İktisat)

Programı

Tezli Yüksek Lisans

Doktora

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Doğan UYSAL

Tezin İngilizce Adı

Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Yatırım
Tasarım Üzerine Etkileri

SUMMARY

A development of the country mainly depends on investment and increased production. Investment can be made part of the income from savings and capital accumulation depends. Cases are referred to external resources in a country where the savings is low, as foreign capital entered the country in this case, savings are made. The world economy due to differences in the distribution of resources between developed and a developing country in terms of capital equipment on an unstable picture has emerged. Developing or least developed one of the major obstacles in front of their economic development; resource allocation due to instability in these countries is the lack of capital factor. Low income as a result of low savings and low investment dilemma, foreign savings has guided this country. Developing or least developed countries, financial liberalization programs by following the path of foreign savings have gone to benefit. As a result of financial liberalization, the movement occurring all over the world, developments in the field of information and technology come together was inevitable, and the integration of capital markets in terms of countries has become an extremely important issue. The definitions given in this study on the movement of capital and capital movements, the historical development process is examined again. Turkey is a developing country, development of capital movements, inward-looking economic policy to monitor up to 1980, but has changed in the Decision of 24 January 1980 and began the process of opening up.

The purpose of this study between the years 1990-2010, foreign capital entering the country to examine the impact on investments and savings. As a result of the analysis of foreign capital should not be considered an additional source of funding or because of instability. Measures to be taken in this regard and no negative effects of speculative capital will be able to rational policies.

Keywords: Turkey, capital flows, investment, savings and financial liberalization.

ÖNSÖZ

Günümüzde ülkeler arası bütünleşmeyle beraber sermayenin kolayca hareket eder hale gelmesiyle ortaya çıkan sermaye hareketlerinin Türkiye’de yatırım, tasarruf üzerine etkilerinin inceleneceği tez konusunun belirlenmesinde ve bu konudaki araştırmalarımda yol gösterilmesinde yardımlarını esirgemeyen danışman hocam sayın Doç.Dr. Doğan Uysal’a sonsuz teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	iv
KISALTMALAR	vi
TABLolar DİZİNİ	vii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE KAVRAMI

1.1.Sermayenin Tanımı	4
1.2.Sermaye Birikimi	6
1.2.1.Tasarruf	7
1.2.1.1.İstekle Yapılan Tasarruf.....	8
1.2.1.2.Zorunlu Tasarruf	9
1.2.2.Yatırım	10
1.3.Sermayenin Bütünleşmesi ve Uluslararasılaşması.....	11
1.3.1.Bölgeselleşme	12
1.3.2.Küreselleşme	14
1.4.Küreselleşme, Finansal Liberalleşme ve Sermaye Hareketleri.....	17
1.5.Sermaye Hareketlerinin Tanımı, Kapsamı, Önemi ve Çeşitleri.....	23
1.5.1.Doğrudan Yabancı Yatırımlar	28
1.5.2.Dolaylı Yabancı Sermaye Hareketleri	29
1.6.Sıcak Para Hareketleri.....	31
1.7.Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Nedenleri	37
1.7.1.Çekici Faktörler.....	37
1.7.2.İtici Faktörler.....	38
1.7.3.Çekici ve İtici Faktörlerin Önemi	38
1.8.Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri	39
1.8.1.Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri.....	39
1.8.2.Faiz Oranlarına ve Döviz Kuruna Etkisi.....	42
1.8.3.Bankacılık Sektörüne Etkileri	43
1.8.4.Kamu Açıklarına Etkisi.....	45
1.8.5.Tüketim Harcamalarına Etkisi	46
1.8.6.Dış Ticaret Üzerindeki Etkileri	47
1.8.7.Sermaye Piyasalarına Etkileri	48

1.9.Sermaye Hareketlerine Getirilen Kısıtlamalar	50
1.10.Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Krizler	56

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ VE YATIRIM-TASARRUF ÜZERİNE ETKİLERİ

2.1.Dönemlere Göre Sermaye Akımları	67
2.1.1.Cumhuriyet Öncesi Dönem.....	67
2.1.2. Cumhuriyet Sonrası Dönem.....	67
2.1.3.1950–1960 Dönemi.....	71
2.1.4.1960–1980 Dönemi.....	75
2.1.5.1980'den Günümüze Olan Dönem	78
2.2.Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Yatırım-Tasarruf Üzerine Etkilerinin İktisadi Değişkenler Bağlamında İncelenmesi ve Değerlendirilmesi	99
2.2.1.Döviz Kuru Değişkeni Bağlamında	99
2.2.2.Enflasyon Değişkeni Bağlamında	101
2.2.3.Ödemeler Dengesi Değişkeni Bağlamında	101
2.2.4.Tüketim Değişkeni Bağlamında.....	103
2.2.5.Ulusal Gelir Değişkeni Bağlamında.....	106
2.3.Model	108
2.3.1.Yatırım Fonksiyonu	108
2.3.2.Tasarruf Fonksiyonu	108
2.4.Verit Seti ve Kaynaklar	108
2.5.Modelin Tahmini.....	109
SONUÇ	112
KAYNAKÇA.....	115

KISALTMALAR

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

AT: Avrupa Topluluğu

BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu

ÇHC: Çin Halk Cumhuriyeti

DB: Dünya Bankası

DP: Demokrat Parti

DPT: Devlet Planlama Teşkilatı

ERM: Avrupa Döviz Kuru Mekanizması

GSMH: Gayri Safi Milli Hâsıla

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla

IMF: Uluslararası Para Fonu

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

İTO: İstanbul Ticaret Odası

MB: Merkez Bankası

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

TEFE: Toptan Eşya Fiyat Endeksi

TL: Türk Lirası

TMSF: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

WTO: Dünya Ticaret Örgütü

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1: Sermaye Hesabı Liberalizasyonu ve Finansal Krizler	65
Tablo 2: 1980 ile 1990 Seneleri Arasında Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Sermaye(Milyon Dolar)	86
Tablo 3: Türkiye'de Hazine Bonolarının Kârlılığı	92
Tablo 4: Türkiye'de Reel Faiz Getirileri	92
Tablo 5 Dış Ticaret Göstergeleri	94
Tablo 6: 2000–2008 Döneminde Sermaye Hareketleri	95
Tablo 7: Türkiye'ye 2010 Senesinde Gelen Yabancı Sermaye Yatırımları(Milyon ABD Doları)	97
Tablo 8: Veri Seti	107
Tablo 9: Tasarruf Fonksiyonunun Tahmini Sonuçları	108
Tablo 10: Yatırım Fonksiyonunun Tahmini Sonuçları	108

GİRİŞ

Sabit kur sisteminin terk edilip serbest kur sistemine geçilmesi, finansal piyasalarda liberalizasyonu gündeme getirmiş, bu süreç, 1980'li yıllardan sonra daha hareketli bir ivme kazanmıştır.

Finansal piyasaların liberalizasyonu, önce gelişmiş ülkelerde başlamış, daha sonraları farklı seviyelerde olsa da gelişmekte olan ülkeler, bu sürece katılmışlardır. 1980'li yıllardan sonra dünya ekonomisinin hızlı bir değişim sürecine girmesi ile mali küreselleşme sonucu sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar ortadan kaldırılmıştır.

Bütün sanayileşmiş ülkeler, kendi finansal piyasalarını liberalleştirirken, gelişmekte olan ülkeler de bu ülkeleri takip etmişlerdir. Önceleri gelişmiş ülkeler arasındaki sermaye akışı, gelişmekte olan ülkelerin mali sistemlerini libere etmesiyle, yönünü gelişmekte olan ülkelere çevirmiştir. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkeler için finansal liberalleşme, bir tercih sorunu olmaktan çıkıp, çoğu gelişmekte olan ülke için zorunluluk haline gelmiştir. Kalkınmalarının finansmanına çözüm arayan birçok gelişmekte olan ülkenin dış finansmana başvurularının nedenleri ise, yetersiz iç tasarruflar, ara malları ithalatının finansmanı, dış ticaret ve ödemeler bilançosu açıklarını finanse edecek öz kaynakların yetersizliği, kamu açıkları, dış borçların ödenmesi, yurt içinden kaynak tedarik etmenin yurt dışı piyasalara göre daha fazla maliyetli ve sınırlı olmasıdır.

Bir kısım ülkeler bu amacı gerçekleştirmede başarılı olurken, diğer ülkelerde sermaye hareketlerinin, öngörülmeven ekonomik krizlere neden olduğu iddiasıyla birçok tartışmayı da beraberinde getirmiştir.

Sermaye girişleri ile ekonomik krizlerin es zamanlı veya kısa süreli bir gecikmeden sonra biri birini takip etmesi, sermaye akımları ile ekonomik kriz ilişkisini inceleyen birçok çalışmanın konusu olmuştur.

Bu yüzden, gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerini serbest bırakmaları, sıkça tartışılan bir konudur. Bu tartışmalar, günümüzde halen devam edip, bundan sonra da devam edeceğe benzetilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, Türkiye'de de temel sorun kalkınmayı finanse edecek kaynakların yeterli olmamasıdır. Yerel tasarruflar, ülke kalkınmasını finanse edemeyince, uluslararası finansal sistem vasıtasıyla yurt dışı tasarrufların kullanımı zorunluluk haline gelmektedir.

Bu bağlamda, tasarrufların artırılması, yurt dışından sermaye girişinin sağlanması ve fon akışının sürdürülmesi amacıyla bir dizi düzenlemeler yapılmıştır. Türkiye’de Cumhuriyetin ilk yılları hariç olmak üzere 1930’lardan 1980 yılına kadar sıkı bir kambiyo politikası izlenmiştir.

Büyük krizin ardından yabancı paraya ilişkin düzenlemeler yapmak üzere 1930 yılında, halen yürürlükte olan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanunu çıkarılmıştır.

Bu düzenleme ile dövizli kazançların yurda getirilmesi zorunlu kılınp, bu dövizlerin ihtiyacı olanlara tahsisi, ilgili merciiler tarafından yapılması ve dövizin yurt içinde kullanımına sınırlamalar getirilmiştir.

Böyle olmasına rağmen, günümüze kadar farklı dönemlerde ortaya çıkan döviz kıtlığına kalıcı çözüm bulunamamıştır. Türkiye’de 1980’li yıllardan itibaren ekonominin dışa açılmasının sonuçlarının gereği olarak dövize ilişkin kısıtlamalar kaldırılmıştır.

1989 yılında çıkarılan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. Anılan tarihten sonra Türkiye’deki kambiyo mevzuatının temelini Merkez Bankası genelgesi ile birlikte, 32 sayılı karar ve bu karara ilişkin tebliğler oluşturmaktadır.

1980’li yıllardan sonra Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerindeki artışlar, bu ülkelerin ekonomik yapıları üzerinde olumlu veya olumsuz etkiler ortaya çıkarmıştır.¹

Doğaldır ki bu etkiler, ülkelerde uygulanan siyasi, ekonomik politikalara ya da demografik yapı, bölgesel farklılıklara göre değişmektedir. Ülkeye dolaysız olarak yani fiziki olarak giren sermaye beraberinde teknoloji ve yönetim becerisi getirebilmekte ve hatta rekabeti, sermaye birikimini, ürün çeşitliliğini, kalitesini arttırabilmektedir.²

Ancak, son yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin büyük bölümü kısa vadeli fonlardan, dolaylı yatırımlardan oluştuğundandır ki, açıktan nitelikli kazanç peşinde olan ve en ufak bir olumsuzlukta ülkeyi terk eden istikrarsız yatırımların, söz konusu ülkelerde enflasyonist bir baskı yaratabilmesi, döviz kurlarının aşırı değerlenmesine neden olarak cari işlemler açığına ve yurt içi yatırım ve tasarruf üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkarabilmektedir.

¹ [http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak_para#Kaynak.C3.A7a\(02.04.2011\)](http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak_para#Kaynak.C3.A7a(02.04.2011))

² [www.sgb.gov.tr/calismalar/yayinlar/md/md142/ekonomikkrizlere.pdf\(15.03.2011\)](http://www.sgb.gov.tr/calismalar/yayinlar/md/md142/ekonomikkrizlere.pdf(15.03.2011))

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınmaları için gerekli olan kaynakların yetersiz olması nedeniyle yabancı yatırımlar ek finans kaynağı olarak görülmele birlikte, bu sermaye girişleri sonucu yaşanan finansal krizler, gelişmekte olan ülkeler için bir finans kaynağı olup olmadığı konusunda literatürde ciddi tartışmalara neden olmuştur.

Yapılan teorik ve ampirik çalışmalar, bu tür akımların bazı ülkelerde ulusal piyasalardaki dinamiklerin etkisiyle ekonomik büyümeyi artırırken, başka ülkelerde de ekonomik krizlerin nedenleri arasında gösterildiğini ortaya koymaktadır.

Sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisinde yatırımlar ve tasarruflar üzerine etkileri konusunda yapılan araştırmalar analitik ve ekonometrik araştırmalar olarak iki şekilde ele alınabilir. Uzunoglu, Alkin, Gürlesel, Yentürk, Kont, Ulusoy, Karakurt ve Güven, sermaye hareketlerinin makro ekonomik etkilerini analitik olarak incelemiş bulunmakla makro ekonomik büyüklükler içinde yatırımlar ve tasarrufları ele almaktadırlar. Söz konusu çalışmalarda ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin yurt içi tasarruflarda ve yatırımlarda önemli bir artış yaratmadığı hatta bir miktar azalttığı sonucuna varılmıştır. Konuyu ekonometrik olarak araştıran diğer grup ise, Uygur, Şimşek, Eroğlu, Hudson, Celasun ve Denizer'dir. Bu grup içerisinde Uygur, Eroğlu ve Hudson, ilişkiyi pozitif bulurken diğerleri negatif ilişki ortaya koymaktadırlar.³

Özetle, sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini araştıran çalışmaların bir kısmı, sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisini savunurken, diğer bir kısım çalışmalar, ekonomik büyüme ile sermaye hareketleri arasında negatif ilişkinin olduğunu ortaya koymaktadırlar. Diğer bazı çalışmalar ise, gerçekte bu iki değişken arasında her hangi bir bağın olmadığını ileri sürmektedirler. Yabancı sermaye hareketleri basta ekonomik büyüme olmak üzere enflasyon, döviz kuru, yatırımlar, kredi hacmi, firmalar, bankacılık kesimine ve oradan da genel ekonomiye olan etkileri dikkate alındığında denetleyici ve düzenleyici önlemlerin alınmadığı ekonomilerde istikrarsızlığa yol açabilmektedir.⁴

Bu tezin amacı, tam da bu noktadan hareketle, yabancı fonların, Türkiye ekonomisi için bir itici güç olup olmadığının belirlenmeye çalışılmasıdır. Bu doğrultuda Türkiye'de sermaye hareketlerinin yatırımlar ve tasarruflar üzerindeki etkisini yatırım ve tasarruf fonksiyonu aracılığıyla yapılan regresyon analizi ile görmeye çalışmaktır.

³ [www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E\(12.04.2011\)](http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E(12.04.2011))

⁴ [http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak_para#Kaynak.C3.A7a\(02.04.2011\)](http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak_para#Kaynak.C3.A7a(02.04.2011))

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE KAVRAMI

İlk insandan günümüze, ekonominin çeşitli devir ve evrelerinde yapılan üretim faaliyetlerinde, sermayenin almış olduğu yere ve öneme göre, anlamında farklılık gösterdiği gözlenmektedir.

1.1.Sermayenin Tanımı

Günlük yaşantımızda, halk arasında, sermaye denilince ilk önce akla “para” gelir ve ekonomik olarak da bu anlam kastedilir. Ancak, iktisat biliminde para, sermaye anlamına kullanılmamakta, yalnızca, sermaye mallarını satın alabilen bir araç olarak kabul edilmektedir.

Halk arasında “sahibine, faiz, kira veya kâr şeklinde gelir getiren, nakdi veya aynı şekilde bulunan bütün servetler” sermaye olarak kabul edilip, kendisine geniş bir anlam yüklenirken, iktisat biliminde ise kısaca “mal ve hizmet üretmek için kullanılan üretim araçları”⁵ şeklinde tanımlanmaktadır. Sermaye malları; doğal olmayan, yani sonradan üretilmiş veya elde edilmiş mallardır.⁶

Kiraya veren bir kimse için ev, bir fabrika sahibi için fabrikada üretim için kullanılan hammadde, üretilmiş ve yarı üretilmiş stoklar, üretim araç gereçleri ile makineler birer sermayedir. Sermaye sahipleri, sermayelerini, bir başka yere nakletmek veya yeni bir yatırım yapmak için tasarruf etmek amacıyla paraya çevirir, ellerinde nakit olarak hazır halde tutarlar. Bu sebepten dolayı yukarıda belirttiğimiz gibi halk arasında paranın sermaye olarak adlandırıldığı düşünülmektedir.⁷

Sermayenin paraya çevrilip elde nakit olarak tutulmasına iktisat dilinde “likidite” denir. Bu sebeple iktisatta sermaye, para ile ifade edilir.⁸ Sermaye, parasal tasarrufla meydana geldiği için, nakit sermayeyi oluşturur. Eğer bu nakit tutar üretilmiş üretim araçlarına bağlanmışsa, o takdirde mal sermayeyi oluşturur. İşte iktisadi sermaye ile asıl kast edilen de malın oluşturduğu sermayedir. Sermaye konusu, iktisat tarihinde en fazla, klasik iktisatçılar tarafından incelenmiştir.

⁵ Erdoğan Alkin, *İktisat*, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1992, s.136; Z.Tunca, "Sermaye", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, Sabah Yayınları, İstanbul, s.546; Wilhelm Röpke, *İktisat İlimi*, İstanbul Üniversitesi Hukuk Talebesi Cemiyeti İlmî Neşriyatı, İstanbul 1934, s.107; A.Fethi Açıl, *Ekonomi-1*, Ankara Üniversitesi Ziraat Fakültesi Yayınları, Ankara, 1984, s.85.

⁶ Alkin, *İktisat*, s.137.

⁷ Tunca, "Sermaye", s.547; Röpke, *İktisat İlimi*, s.108; Açıl, *Ekonomi-1*, s.86.

⁸ Yılmaz Büyükerşen, Halil Dirimtekin, Burhan Erdem, Mustafa Özer, *İktisada Giriş-1*, Türkiye Cumhuriyeti Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:1025, Eskişehir 1998, s.221.

David Ricardo, sermayenin; üretim amacıyla yeniden harcanması için bir araçta veya maddede biriktirilmiş eski emekten başka bir şey olamadığını söylemiştir.⁹ Ona göre sermayenin, mübadele değerinin oluşumunda bağımsız bir faktör olarak kabul edilmesinin mümkün olmadığı belirtilmektedir.¹⁰ Adam Smith'in aksine David Ricardo'ya göre sermaye, kolayca emek birimlerine indirgenebilir gözükmektedir. Örneğin o, bir makineyi üretim güçleri işlediği sürece cari çıktıya dönüşecek olan cisimleşmiş veya birikmiş emek olarak görmektedir. Böylece, ona göre bir malın değerini, bu malın üretiminde gerekli olan emek girdileri cinsinden ifade etmenin mümkün olabildiği söylenmektedir.¹¹

Sosyalist iktisadın kurucularından Karl Marx da, David Ricardo'yu izleyerek sermaye mallarını, "stok edilmiş emek" olarak görür.¹² Sermaye terimini ise, üretimi başlatma ve sürdürmede faydalanılabilir olan kaynakları ifade etmek için kullanır.

Bu kaynaklar, üretim için gerekli girdiler; yani emek, hammaddeler, fabrika ve makineler arasında farklı oranda paylaşılabilir. Sermaye, en önemli yerini, günümüzü de içine alan süreç içerisinde kapitalist iktisatta bulmuştur. "Kapitalist" kelimesi, Latince "caput" ve "capitalis" kelimelerinden gelmektedir. "Kapital", Türkçe "baş, anamal" karşılığında olup, "kapitalist" ise büyük sermayeye sahip olan kimselere verilen bir ad olmaktadır. Amerikan ekonomisine kapitalist ekonomi denilmesinin sebeplerinden biri de, bu sermayenin veya servetin kapitalist adını verdiğimiz kişilerin özel mülkiyetinde bulunmuş olmasından dolayıdır. Büyük sermayeye sahip olan kişiye verilen ismin ekonomik sistemi adlandırmada kullanılması, bu sistemde ekonomik hayatta sermayeye verilen yeri ve önemi göstermektedir. Immanuel Wallerstein, modern dünyanın ekonomik sistemini "kapitalist bir dünya ekonomisi" biçiminde tanımlarken, bu sistemde, sermayeyi kilit bir öge olarak kabul etmektedir. Ona göre sermaye, birikmiş zenginliğin başka bir adıdır. Sermayenin daha çok sermaye biriktirebilmesi için kullanılması yani sermayenin sermaye oluşturması esastır. Sistemde geçmiş birikimler, yalnızca daha fazla sermaye biriktirmek için kullanıldığı ölçüde sermayedir.¹³

Bu birikim, bu amaçla kullanılmadığı zaman, aşağıda da açıklanacağı gibi yalnızca kişisel bir "servet" olur. Görüldüğü gibi sermaye, aslında, insan yapısı olup üretime sonradan katılmış, üretilen bir servettir. Üretimin asli kaynağı değil, ara-mal niteliğindedir.

⁹ Muammer Tekeoğlu, *İktisadi Düşünceler Tarihi*, Çukurova Üniversitesi Yayınları, Adana, 1993, s.79.

¹⁰ Muhammed Bakır Sadr, *İslâm Ekonomi Sistemi*, Cilt:1, Rehber Yayınları, Ankara, 1993, s.173-174.

¹¹ J. William Barber, *İktisadi Düşünce Tarihi*, Çeviren: İhsan Durdu, Çıdam Yayınları, İstanbul, 1991, s.90.

¹² Barber, *İktisadi Düşünce Tarihi*, s.136; Röpke, *İktisat İlmi*, s.109.

¹³ Nurgün Oktik, Füsun Kökalan, "Immanuel Wallerstein: Tarihsel Kapitalizmin Analizi ve Dünya Sistemi", *Doğu-Batı*, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak 2001-2002, s.124.

Bunun için ekonomide sermaye; yeniden başka bir servetin üretimine katkıda bulunmak, diğer üretim faktörlerinin verimini arttırmak amacıyla, insan emeği ile oluşturulur ve üretimi tamamlayan bir özellik taşır. Örneğin; dokuma yapan bir alet, "salt" bir alet değildir. Sadece insanın daha önceki üretim ile ilgili bir emeği sonucunda oluşan bir maddedir.¹⁴

1.2.Sermaye Birikimi

Günümüz iktisadi hayatında, ekonomik kalkınmada, sermaye, üretim faktörleri içinde en önemli faktörlerden birisidir; Çünkü üretimi geliştirmek, hızlandırmak ve süreklilik kazandırmak için, yeni ve modern tesislere ihtiyaç vardır. Bütün bunlar da, ancak sermaye ile oluşturulur. Bir ülkenin gelişmişlik düzeyi sermaye birikimine bağlıdır.

Hatta klasik iktisatçılardan Adam Smith'in, iktisadi büyümeyi, "sermaye birikimi ve gelişme süreci"¹⁵ olarak tanımladığı nakledilmektedir. Ona göre büyümenin itici unsuru sermaye birikimi olmaktadır.¹⁶ Bu sebeple bütün devletler sermaye birikimine ve var olan üretimlerini arttırmak için de, bütün riskine karşın yabancı sermayeye ihtiyaç duyarlar. Yabancı sermaye yatırımlarının ekonomilerde gittikçe artan bir yeri ve önemi vardır. Özellikle ülkemiz gibi ekonomik yönden gelişmekte olan ülkeler yabancı sermayenin ülkelerine girmesi için her türlü yardımı ve kolaylığı sağlarlar. İktisadi açıdan sermaye birikimi, sermaye sahibinin veya işletmenin yatırım amaçlı bir birikime yönelmesidir. Yoksa kişilerin tüketim harcamalarında kısıntı yapmaları ekonomik açıdan istenmeyen bir durumdur. Kapitalist bir ekonomide tüketim artacak ki üretim süreklilik kazansın. Bu bakımdan sermaye birikimi, "bir ülkenin reel sermaye stokunun arttırılması" şeklinde tarif edilir.¹⁷ Bir ülkede, sermaye stokunun arttırılması, yani sermaye mallarının üretiminin farklılaştırılması için, mevcut olan üretim faktörleri sınırlı olduğuna göre, tüketim malları üretiminin kısıtlandırılması ve üreticilerin, tüketimlerinin bir kısmından fedakârlık etmeleri gerekmektedir.¹⁸ Diğer bir deyişle, yatırımcıların, yani, sermaye sahiplerinin, tüketimlerinde sermaye malları üretimine imkân vermesi için tasarrufta bulunmaları, yani, kısıntı yapmaları gerekmektedir. Bunun için, gerek kapitalizmde gerekse sosyalizmde üretimin tamamı tüketilmez, bir kısmı zorunlu olarak tasarruf edilir.

¹⁴ Erol Manisalı, *İktisada Giriş*, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayınları, İstanbul, 1980, s.43; Orhan Hançerlioğlu, *Ekonomi Sözlüğü*, Remzi Kitabevi, İstanbul, 1981, s.15; Sadr, *İslâm Ekonomi Sistemi*, Cilt:2, s.48.

¹⁵ Barber, *İktisadi Düşünce Tarihi*, s.28.

¹⁶ Tekeoğlu, *İktisadi Düşünceler Tarihi*, s.72.

¹⁷ Barber, *İktisadi Düşünce Tarihi*, s.28.

¹⁸ D.Demirgil, "Sermaye Birikimi", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, Sabah Yayınları, İstanbul, s.548.

Ancak, bu tasarruf edilen kısmın tamamı sermaye birikimini oluşturmak için kullanılmamaktadır. Çünkü üretimde kullanılan sermaye malları zamanla eskimekte, yıpranmakta ve kullanılan teknoloji de zamanın şartlarına göre geri kalmakta olduğundan yapılan tasarrufun bir kısmı, bu aletlerin ve teknolojinin yenilenmesi için harcanmaktadır. Anlaşılacağı üzere, sermaye stokunun aynı kalması, aşınan sermayenin yenilenmesi ile mümkün olmaktadır.¹⁹ İşte yapılan bu tasarrufun geri kalan kısmı, sermaye birikiminin ilk aşaması olan tasarrufu oluşturmaktadır. Sermaye birikiminin oluşması için, sermaye malları üretiminin, yenilenmesi gereken sermayeden daha fazla bir miktarda bulunması gerekmektedir. Bir başka anlatımla, sermaye birikiminin oluşması için, yapılan tasarruftan, aşınan sermayenin yenilenmesinde harcanan kısmı düşüldükten sonra bir miktarın geride kalması lazımdır. Ancak bu kalan tasarruf da, sermaye birikiminin oluşması için yeterli olmamaktadır. Bu fazla miktarın, tasarrufun mutlaka yatırım şeklinde değerlendirilmesi lazımdır. Yatırım yapılmadığı, ekonomiye kazandırılmadığı takdirde bu tasarruf ancak kişisel bir birikim olur.²⁰ İşte, tasarruf yapmak, sonra bu tasarrufu yatırıma dönüştürme şeklindeki iki çaba sonucunda gerekli sermaye birikimi sağlanmış olmaktadır. Şimdi sermaye birikimi oluşumu için vurgulanan “tasarruf” ve “yatırım” kavramlarının iktisadi açıdan yapılacak kısa açıklamalarına geçilebilir.

1.2.1.Tasarruf

Tasarruf, iktisadi faaliyet neticesinde elde edilen kıymetlerden bir kısmının tüketilmeyerek, gelecek için ayrılmasına, diğer bir ifade ile bugünkü tüketimden vazgeçilerek saklanmasına denir.²¹ Tasarrufta amaç, ekonomilerde, üretim faaliyeti neticesinde elde edilen mallardan ve kârdan bir miktarının sermaye stokuna ilave edilmesidir. Klasik iktisadi ekol, tasarrufa verdiği önemle ayırt edilmektedir. Bu ekole göre tasarruf, sermaye birikiminin kaynağı sayılmaktadır. Bu bakımdan, ekonominin gelişmesinde sermaye birikimi, üretim tekniği değişmesiyle beraber anahtar rol oynar. Klasik iktisat ekolünde, sermaye konusunda olduğu gibi tasarruf konusunda da görüş ve tanım çeşitliliği ile karşılaşmaktadır. Bunları iki grupta toplamak mümkündür.²² Birincisinde, tasarruf, gelirin harcanmayan kısmı olarak kabul edilmektedir. Onlara göre tasarruf, hem ihtiyat hem de yatırımlara doğrudan bir kaynak teşkil etme gibi iki özelliğe sahiptir.

¹⁹ Röpke, *İktisat İlmî*, s.117.

²⁰ Demirci, *Ekonominin Temelleri*, s.39.

²¹ Röpke, *İktisat İlmî*, s.110; Manisalı, *İktisada Giriş*, s.43; Haçerlioğlu, *Ekonomi Sözlüğü*, s.389.

²² Kanyılmaz, "İslamiyet ve Finansman Teorisi", s.26.

İkincisinde ise, tasarruf, yalnızca ihtiyat şeklinde düşünülmemekte ve likidite tercihi içinde incelenmektedir. Onlara göre, tasarruf, biriktirmeden ayrı olarak ele alınır ve kısa vadeli ihtiyaçları karşılamak amacıyla kullanılır. İktisat ilminde tasarruf, eski dilde “kenz” diye tanımlanan gömülemeden farklıdır. Gömüleme, gelirden ayrılan ve harcama dışında tutulan kısımdır ve likidite arzusu taşır. Yani, bu türlü bir davranış, elde hazır satın alma gücü bulundurma arzusundan doğar.²³ Sermaye stokunun oluşumunu meydana getiren tasarruf, istekle yapılan tasarruf ve zorunlu tasarruf olarak iki şekilde meydana gelir.

1.2.1.1. İstekle Yapılan Tasarruf

İstekle yapılan tasarruf, insanların, herhangi bir zorlayıcı etki ve zorunlu kılıcı bir baskı olmadan, kendi istekleri ve iradeleri ile yapmış oldukları tasarruflardır. Kişilerin istekle yapmış oldukları tasarruf miktarı ve süreci, bazı faktörlere bağlıdır. Bu faktörler, ulusal gelir ve miktarı ile bunun sosyal tabakalar arasındaki dağılımı, fertlerin tercihleri ve ihtiyaçlarıdır.²⁴

Sermayenin oluşumunda, o ülkedeki ulusal gelirin ve kişi başına düşen miktarının önemi büyüktür. Kişi başına düşen ulusal gelir, ülkeden ülkeye değişiklikler göstermektedir. Bu durum, kişilerin yapacakları tasarruf miktarını da etkilemektedir. Ulusal gelirden kârın oranı ne kadar yüksek olursa, tasarruf imkânı ve sermaye birikimi de o oranda çok olur, yani ulusal gelirin artması sonucunda, kişilerin tasarruf edecekleri miktar artmakta ve gelirin ihtiyaçtan fazla olan miktarı biriktirilmektedir.²⁵

Temel ihtiyaç maddelerini bile karşılayacak bir gelire sahip olmayan kişilerin çoğunlukta bulunduğu bir toplumda, doğal olarak tasarruf ve meydana gelecek sermaye birikimi de o oranda az olur. Bu durumda kişiler, ancak geçimlerini sağlayacak, hatta daha önceden yapmış oldukları tasarrufları varsa, ihtiyaç anında onları da harcayarak ihtiyaçlarını gidermeye çalışacaklardır. Kişilerin ihtiyaçlarının artması da, onların tüketimlerinin artmasına ve gelirden yapılan tasarrufun düşmesine sebep olacaktır. Çünkü normal olarak tüketim ve tasarruf toplamı, kişilerin gelirini oluşturmaktadır. Bunların birinde meydana gelecek azalma, diğerinin çoğalmasına neden olduğu gibi, bunun aksi şekilde de sonuçlanabilir.²⁶ Görüldüğü gibi, istekle yapılan tasarrufta, kişilerin tüketim ve tasarruf eğilimleri çok çabuk değişiklikler göstermekte, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durum, olağanüstü şartlar ve beklenmedik ihtiyaçlar, bu eğilimi etkilemektedir.

²³ Büyükerşen, Dirimtekin, Erdem, Özer, *İktisada Giriş-1*, s.294.

²⁴ Açıl, *Ekonomi-1*, s.97.

²⁵ Ergin, *İktisat*, s.267; Açıl, *Ekonomi-1*, s.91.

²⁶ Açıl, *Ekonomi-1*, s.97.

Bazı ekonomik şartlarda tasarrufun, istenildiği kadar arttırılamadığına tanık olunur; hatta bu oranı arttırmak, istenilmeyen sonuçlar da doğurabilir. Çünkü tasarruf hareketinin hızlanması sonucunda yatırım hacmini aşan bir eğilime girildiği zaman, piyasada bir durgunluk ve daralma baş gösterir.

Bunun sonucunda da ekonomik krizler ortaya çıkabilir. İşte, böyle kötü sonuçlara varılmaması için tasarruf-yatırım dengesinin korunması, yatırımların teşvik edilmesi gerekir.

1.2.1.2.Zorunlu Tasarruf

İktisat ilminde zorunlu tasarruf, "şahısların isteklerinin ve iradelerinin dışında meydana gelen tasarruf"²⁷ şeklinde tarif edilmiştir. Zorunlu tasarruf, bir çeşit, olanı çoğaltmaktır.²⁸

Zorunlu tasarruf devlet kesiminde, "vergi", "mali piyasalara müdahale" ve "enflasyon" aracılığıyla gerçekleştirilirken, işletme kesiminde "oto finansman" şeklinde gerçekleştirilir. Devlet kesiminde, devletin vergi alması veya aldığı vergi oranlarını arttırarak oluşturduğu sermaye birikimi ile ülke savunması, ekonomi, kültür ve diğer üretim sahalarında yatırım yapması birer zorunlu tasarruftur.

Devlet, bu birikimi, yeni ulaşım yollarının açılması, organize sanayi bölgelerinin kurulması gibi alt yapı yatırımlarında kullanabildiği gibi, tek başına üretim tesisleri kurmak gibi üstyapı yatırımlarında da kullanabilir. Devletin bu tasarrufu, halkın iradesi ve gönül rızası ile olmadığı için bir zorunlu tasarruftur.²⁹

Devletin bu çalışması, yeni yatırımları teşvik ederek, ülkede sermaye stoku oluşturmak, var olan birikimi de arttırmak içindir. Devletin, kanun kuvvetini kullanarak kişilerin ücretlerinden kestiği zorunlu tasarruf teşvik kesintileri, zorunlu olarak sattığı tasarruf bonoları, piyasa dengelerini sabit tutmak ve bozulan dengeleri düzeltmek için satışa sunduğu devlet tahvilleri ve hazine bonoları da zorunlu tasarruf kapsamına girer. Ayrıca, bir ülkede yükselen enflasyon da zorunlu tasarrufa yol açar.³⁰

Zira enflasyon sonucunda oluşturulacak yeni talep gücü, mal darlığına ve dolayısıyla da bir kısım gelir sahiplerinin mal alamadıklarından, kazançlarından tasarruf etmelerine sebep olacaktır.

²⁷ Ergin, *İktisat*, s.273.

²⁸ Hançerlioğlu, *Ekonomi Sözlüğü*, s.389.

²⁹ Röpke, *İktisat İlmi*, s.123.

³⁰ Ergin, *İktisat*, s.275; Açıl, *Ekonomi-1*, s.98.

1.2.2.Yatırım

Yukarıda açıklanan tasarrufun, ister istek ve arzu ile yapılmış olsun, isterse zorunlu olarak yapılmış olsun, ekonomi dışında kalıp piyasada durgunluğa veya daralmaya neden olmaması için yatırıma yönlendirilmesi gerekmektedir. Bunun için bu başlık altında reel sermaye stokunun geliştirilmesi yani yatırım hakkında iktisat kitaplarından derlenen bilgilerin sunulması yararlı olacaktır. Sermayenin önemi, onun özellikle iktisadi bir amaç ve faaliyet için kullanılmasında görülür ki, buna “yatırım” denir.³¹

Kurulmuş olan fabrika ve diğer işletmelerin, çeşitli donanımını tamamlamak veya yeni bir fabrika ve işletme kurmak, üretilen maddelerin kalitesini arttırmak amacıyla müteşebbisin piyasadan satın alacağı ve kullanacağı her türlü alet, makine, malzeme ve hizmet ekonomi dilinde yatırımı ifade etmektedir. Bu açıdan yatırım, sermaye stokuna yapılan bir ilave sayılmaktadır. Sermaye stokuna yapılan ilaveye, yani yapılan yatırıma yıpranma payı dâhil ise “gayri safi yatırım”, dâhil değil ise “safi yatırım” denir. Yatırımın eklendiği stok; "doğal sermaye"³² veya "fiziki sermaye"³³ olabileceği gibi, "döküm"³⁴ veya "stok"³⁵ da olabilir.³⁶ Bir kişinin sermayesinin artışı, sadece onun yatırımı sonunda envanterine, binalarına veya teçhizatına ilavede bulunduğu zaman söz konusudur. İşte bu yatırıma, yani kişinin envanterine, bina ve teçhizatına ekonomi dilinde “sermaye stoku” denilir. Bir ülkenin sermaye stoku denilince de, o ülkenin envanterinin oluşturmuş olduğu bütün değerler anlaşılır. Yatırımın yapılması ve gelişmesi, bir ülkede sermayeye, sermaye de tasarruf hacmine bağlıdır. Yapılan tasarruflar ise, sermaye piyasası ve devlet bütçesi kanalıyla yatırım faaliyetine aktarılır. Böyle olunca yatırım, milli refaha yapılan bir katkı olmaktadır.³⁷ Tasarrufların yatırıma dönüşmesine gelince, o da, ülkedeki iktisadi düşünce ve kültür seviyesi ile yakından ilgilidir. Bununla beraber yatırımların gelişmesi ve sürekliliği de ülkedeki siyasi ve iktisadi istikrara da bağlıdır. İstikrarsızlık bulunan bir ülkede yatırımcılar, sermayelerini likiditesi en fazla olan nakit para şeklinde elde tutmaya çalışırlar. Bunun sonucunda ülkede iktisadi bir durgunluk, pazarda daralma ve reel sektörde ekonomik yönden bir küçülme meydana gelir.

³¹ Ergin, *İktisat*, s.276; Alkin, *İktisat*, s.136; Açıl, *Ekonomi-1*, s.99; Hançerlioğlu, *Ekonomi Sözlüğü*, s.591.

³² Tarla ve madenler gibi tabiatta doğal olarak bulunan, herhangi bir emek harcanması neticesinde oluşturulmuş bulunmayan sermaye.

³³ Fabrika ve demirbaşlar gibi üretime direkt olarak katılan sermaye.

³⁴ Üretilen mal, kendisi ile üretim yapılan malzeme, bina ve demirbaş gibi fiziki varlıkların oluşturduğu, üretim faaliyeti sırasında oluşturulan, işletmenin tüm mal varlıklarını gösterir “liste”.

³⁵ İşletmenin varlıkları içinde yer alan, geniş anlamı ile tüm mallar.

³⁶ D.Demirgil, "Yatırım", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, Sabah Yayınları, İstanbul, s.686.

³⁷ Büyükerşen, Dirimtekin, Erdem, Özer, *İktisada Giriş-1*, s.293.

Bunlardan başka, yatırım hacmi, sermayenin marjinal verimliliğine, yani ekonomik hesaba, gelecek hakkındaki tahminlere ve müteşebbislerin psikolojik eğilimlerine de bağlıdır. Ekonomik hesaplara ve tahminlere ise, başlıca şu üç faktörün tesir ettiği belirtilmektedir.³⁸

Birincisi, iş hayatının genel durumudur. İş hayatında müteşebbisler, yapacakları yatırım sonunda, elde edecekleri fazla ürünü veya yeni üretecekleri bir malı, uygun bir fiyata satmakta zorluk çekmeyeceklerini fiyat ve sürüm konjonktürünü incelemek suretiyle anladıkları zaman, yatırım işine hız vermektedirler. İkincisi, ülkedeki geçerli faiz haddi olmaktadır. Yatırılan teknik sermayenin getireceği artık değer, o zamanki faiz haddi ile katlanılan diğer masrafların toplamından fazla olması halinde, müteşebbisler yatırıma yönelmektedirler. Aksi takdirde yatırımların yavaşladığı ve durduğu görülmektedir.

Bu sebeple bir ülkede yatırımın artması için, geçerli faiz oranının yatırım sonunda elde edilen gelirden fazla bir oranda olmaması gerekir. Üçüncüsü, gerçekleştirilen yatırımların diğer yatırımlara oranla avantajlı olup olmaması durumudur.

Avantajlı durum, yatırıma ayrılan paranın, aynı zamanda diğer sahalara ayrılan paradan daha fazla gelir getirmesiyle gerçekleşmektedir. Bu durumda, doğal olarak tasarruflar yatırım sahasına kayar; aksi takdirde yatırıma dönme hızı kaybolur.

Örneğin, devlet tahviline yatırılan para, vergiden muaf güvenli ve zahmetsiz bir gelir getirirken, yatırıma ayrılan para, birçok bürokratik engel aşıldıktan ve vergisi verildikten sonra, devlet tahvilinin getirisinden aşağı kalıyorsa, yatırım yapmak, müteşebbisler için pek de cazip hale gelmez. Yatırım konusunda, yukarıdaki bilgilerden ayrı olarak şunu da belirtmek yararlıdır. Ekonomik koşullardaki, yani, para piyasasındaki uygun durumun, tüketim hacminin gelişmesinin ve benzeri hususların yatırımı özendirmesidir. Bu özendirme etkisi ile yapılmış yatırıma “uyarılmış yatırım” denir ve bu gibi yatırımlar genellikle özel teşebbüs tarafından gerçekleştirilir. Tasarrufla oluşturulan ve yatırım ile geliştirilen sermaye artık sahibine bir gelir getirmeye hazırdır.

1.3.Sermayenin Bütünleşmesi ve Uluslararasılaşması

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra hızlı büyüme arzusu ile birlikte artan sanayileşme sonrasında, ekonomik alanda kâr en yüksek sınıra çıkarma amacı ile birlikte, egemenlik ve güç kavramlarının önem kazanması, iktisadi unsurlarda bir bütünleşmenin ve birleşmenin sağlanmasını zorunlu kılmıştır.

³⁸ Açıl, *Ekonomi-1*, s.99.

Giderek çok uluslu bir hal alan birleşme olgusu, gerek siyasi gerek ekonomik alanda olsun, her çeşit bir araya gelme ve iktisadi unsurlarda bir yoğunlaşma olarak ortaya çıkmaktadır.³⁹ Bu değişime paralel sermaye de, bir bütünleşme ve uluslararası konuma gelme sürecine girmiştir. Sermayenin bütünleşme hareketleri; bölgesel, fonksiyonel veya küresel ölçekte olabilir. Ekonomik bütünleşmeden amaç, aralarında siyasi, politik ilişkiler ve yakınlıklar bulunan bütün devletleri tek bir ekonomik sistem içinde toplamak, ekonomik gelişmeyi sağlamak ve sürdürülebilir hale getirmektir. Bölgesel ve küresel ölçekte olan bütünleşmeler, uzun süreli ve sağlıklı olmakta, buna karşın fonksiyonel bütünleşme, “hükümetlerin bütünleşme alanlarında faaliyet kararlarını beraberce almaları veya karar yetkisini bir organa devretmeleri”⁴⁰ şeklinde gerçekleştiği için uzun süreli olamamakta, çoğu zaman hükümetlerin ömürlerine bağlı olmaktadır. Hükümetlerin ve siyasi iradenin değişmesi ile alınmış olan kararlar, uygulanabilme şansını zamanla yitirmektedir. Günümüzde ekonomik bütünleşmeler, genellikle bölgesel ve küresel ölçekte gerçekleşmektedir.

1.3.1.Bölgeselleşme

Bölgeselleşme, diğer bir deyimle “kutuplaşma”, “bloklaşma” veya “bölgesel birleşme” ekonomik, politik, askeri veya sosyal bir amaç için gerçekleştirilebilir. Burada üzerinde durulacak konu, ekonomik amaçlı birliklerdir. Uygulamada bölgesel birleşmeye geçilmesini kolaylaştıracak bazı anlaşmalar vardır. Bunlar; mal anlaşmaları veya sektörel anlaşmalardır. Ülkeler arasında üye ülkelerce uygun görülecek belli ürün çeşitleri veya sektör bazında ticareti kolaylaştıran ortak üretim imkânları sağlayan anlaşmalar imzalanabilir.⁴¹ Bölgesel bütünleşme, genellikle coğrafi konum olarak bir birine yakın ülkeler arasında gerçekleşmektedir. Bu tür bütünleşme, ekonomik, politik ve sosyal yaşamın çeşitli alanlarında gerçekleştirilebilir. Hansa Birliği, Zollverein, OECD, Benelux, Avrupa Kömür ve Çelik Birliği, Euratom, CEMA, EFTA, Latin Amerika Serbest Ticaret Birliği, Orta Amerika Pazarı, Avrupa Ekonomik Topluluğu ya da yeni adıyla Avrupa Birliği, geçmişteki ve günümüzdeki başlıca bölgesel ekonomik bütünleşme örnekleridir. Ekonomik birleşmeler, başlıca dört safha sonunda gerçekleşir. Serbest ticaret bölgesi anlaşmasıyla başlayan süreç, gümrük birliği, ortak pazar, son aşamada üyeler arasında ekonomik birlik oluşturulması ile neticelenir. Bölgesel anlaşmaya taraf olan ülkeler, ilk etapta birbirlerine yaptıkları ihracata konan kısıtlamaları kaldırır.

³⁹ İkin, "Bütünleşme", s.107.

⁴⁰ F.Ergin, "Fonksiyonel Bütünleşme", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, Sabah Yayınları, İstanbul, s.218.

⁴¹ Hasan Tutar, *Küreselleşme Sürecinde İşletme Yönetimi*, Hayat Yayınları, İstanbul, 2000, s.50.

Bunun sonucunda iç kaynaklar ihracata yönelik üretim için serbest kalır. İhracat imkânlarının artmasıyla ilk aşamada bölge içi ticaret, daha sonra diğer bölgeler ile yapılan dış ticaret, buna paralel pazarın daha da genişlemesiyle üye ülkelerin rekabet gücü artabilir.⁴²

Ekonomik birleşme sonucu ülke ekonomilerinde bir iyileşme görülürken, üretim kalitesinin artması, ürün çeşitliliği ile düşen fiyatlar da tüketicilere olumlu şekilde yansır. Birliğe katılan aktörlerin homojenliği, bütünleşmenin bir başarı koşuludur. Politik sistem, psikolojik ortam ve ekonomik gelişme düzeyi bakımından birbirine benzer olmayan ülkeler arasında bütünleşme ya da entegrasyon hareketlerinin gerçekleşebilme olanağı sınırlıdır. Avrupa Konseyi, demokrasi ilkelerine bağlılığı politik sistem homojenliğinin bir koşulu saymakta ve çatısı altında diktatörlüğe yer vermek istememektedir. Avrupa Topluluğu, Türkiye gibi gelişme halindeki ülkelerin ancak uzun bir hazırlık ve geçiş döneminde iktisadi yapılarını geliştirdikten sonra sisteme tam üye sıfatıyla katılmalarını kabul etmektedir.⁴³

Ekonomik birleşme sonucunda blok dışı ülkelere ithalat azalırken, blok içi ticaret hacmi artar. Ticaretin yön değiştirmesiyle, blok dışındaki ülkelere sermaye akışı gerçekleşir.

Geniş bir pazar, bölge içinde yeni yatırım imkânlarını kolaylaştırır. Bunun sonucu olarak blok dışı ülkeler, ihracatlarındaki düşüşü gidermek ve birlik içinde kendi üretimlerini gerçekleştirmek üzere, doğrudan yabancı sermaye yatırımına yönelebilirler. Kaynaklarını yabancı pazarlara yönelttikleri ölçüde sermaye transferi, birlik üyeleri lehine gerçekleşir. Ayrıca, birleşme sonucunda üye ülkeler arasındaki sermaye akışı da hızlanır. Birleşme öncesinde birlik dışı ülkelere giden sermaye, birleşme sonrasında pazarın genişlemesiyle birlik içine yönelebilir. Blok içi ülkelerde gerçekleştirilen sermaye yatırımlarıyla ekonomi güçlenir, blok üyelerinde birlik halinde daha hızlı bir gelişme gözlemlenebilir. Sonuç olarak bölgesel ekonomik birleşme, en genel şekliyle, birleşmeye giden ekonomilerde mal ve hizmetlere serbest dolaşım sağlayacak bir ortak pazar oluşturmaktadır.⁴⁴ Böylece ekonomik birleşme ile daha geniş bir pazara üretim yapmak ve büyük çapta üretimin sağladığı imkânlardan yararlanarak ekonomik gelişme mümkün olacaktır.

⁴² Rıdvan Karluk, *Uluslararası Ekonomi*, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 1996, s.208.

⁴³ F. Ergin, "Bölgesel(Coğrafi)Bütünleşme", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, Sabah Yayınları, İstanbul, s.95.

⁴⁴ Karluk, *Uluslararası Ekonomi*, s.209-212-226.

1.3.2.Küreselleşme

Küreselleşme kavramının güncelliğine ve üzerinde süregelen tartışmaların çokluğuna rağmen, bu kavramın kesin bir tanımı yoktur. Küreselleşme; 20.yüzyılın ikinci yarısından itibaren dünya gündeminden düşmeyen bir kavramdır.

Çünkü bu kavram, neredeyse tüm dünyanın her alandaki değişimini ifade etmekte kullanılan bir kelime olmuştur. Bazı yazarlar, küreselleşmenin başlangıcını Avrupa'daki sanayi devrimine kadar götürürler.

Ülkelerarası ticaretin ve sermaye hareketlerinin hızla genişlemesine, dünya ekonomisinin etkinliğinin artmasına bakan iktisat tarihçileri, bugün 19.yüzyılı bir küreselleşme çağı olarak yorumluyorlar. Ekonomik göstergelere bakıldığında ise, küreselleşmenin 19.yüzyılda, 20.yüzyıldan daha hızlı geliştiğini söylemek mümkündür.⁴⁵

Küreselleşme olgusu, özellikle 1980 yılından sonra artan bir ivme kazanmıştır. 1990'lı yıllarda ise dünya ekonomi çevrelerinin en çok konuştuğu bir terim olmuştur. 2000'li yıllar sürecin hızlandığı ve gerçekleşmesi için somut adımların atıldığı yıllar olmuştur. Küreselleşme ile dünya, tek bir "pazar" haline gelmektedir.

Bir başka ifadeyle küreselleşme ile dünya ekonomileri giderek artan bir bütünleşme serüvenine girmiş olmaktadır. Az gelişmiş ülkeler açısından ekonomide küreselleşmenin özeti, bazı iktisatçılar tarafından mal, hizmet ve sermaye piyasalarının metropol ülkelere açılması" olarak değerlendirilmektedir.⁴⁶

Bu olgu, en geniş anlamıyla ele alınırsa, "ulusal ekonominin dünya piyasalarıyla eklemlenmesi ve iktisadi karar süreçlerinin giderek dünya piyasalarının dinamikleriyle belirlenmesi"⁴⁷ olarak tanımlanmaktadır.

Ancak bu olgu, gerçekte dünya kapitalizminin, doğuşundan beri ayrılmaz bir parçası olagelmıştır. Gelişmiş olan ülkelerin dünyanın geri kalanını ekonomik nüfuzları altına alma çabaları yeni değildir. Bu eğilim, devrin şartlarına ve ülkelerdeki ekonominin gidişatına göre farklı şekillerde ortaya çıkmıştır. 1980'li yılların sonunda, merkezi planlı ekonomilerin çöküşü ile birlikte uluslararası ekonomik ilişkilerde serbestleşme eğilimi daha da güçlenmiştir.

⁴⁵ Şevket Pamuk, "Bağımlılık ve Büyüme: Küreselleşme Çağında Osmanlı Ekonomisi", *Doğu Batı*, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak 2001–2002, s.35–36; Tutar, *Küreselleşme Sürecinde İşletme Yönetimi*, s.21.

⁴⁶ Selim Somçağ, "Küreselleşmenin Ekonomik Anlamı", *Doğu Batı*, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak 2001–2002, s.153.

⁴⁷ Erinç Yeldan, "Türkiye Ekonomisinde 2000–2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine", *Doğu Batı*, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak 2001–2002, s.189.

Bilgi ve iletişim teknolojilerinde beklenmedik ölçülerde gerçekleşen hızlı değişim, özellikle internet üzerinden gerçekleşen finansal hareketlilik ve elektronik ticaretin giderek yaygınlaşması, ekonomilerin karşılıklı bağımlılığını küresel boyutta entegrasyon sürecine dönüştürmüştür. Küreselleşme süreci, sosyal ve siyasal yapıların değişimini de zorlamaya başlamıştır.⁴⁸

Küresel ölçekte gözlenen değişim süreçleri, gelişmekte olan birçok ülkede yeni koşullara uyum sorununu yaratmıştır. Dünyanın değişik bölgelerinde ekonomik krizler yaşanmıştır. Bu krizlerde uluslararası finans sermayesinin önemli rol oynadığı söylenir.

Bütün bu ülkelerin finans piyasalarında Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa sermayesinin girişine bağlı “spekülatif balonlar” oluştuğu ve bu sermayenin söz konusu piyasalardan çıkması ile bu ülkelerdeki krizlerin ya tetiklendiği, ya da derinleştiği ileri sürülmüştür.⁴⁹

Konu, tarihsel açıdan ele alınırsa, 19.yüzyılda bugünkü anlamda finans piyasalarının ortaya çıkmasından sonra, bu piyasalarda uluslararası mal ve hizmet alışverişleri büyük ölçüde serbest olmuştu. Hatta Osmanlı Devleti dahi, girmiş olduğu ekonomik krizde Kırım Savaşı'nın finansmanını sağlamak için ilk dış borçlanmasını 1854 yılında yapmıştır.⁵⁰

1929 yılına gelindiğinde Amerika Birleşik Devletleri'nde borsanın çökmesi ile başlayan ve İkinci Dünya Savaşı sonrasına kadar süregelen ekonomik kriz sonrası savaşın galipleri, dünya ekonomisini 1944 yılından itibaren Bretton Woods sistemine, sabit kur rejimi ve sermaye kontrolü temeline göre şekillendirmişlerdir.

Amaç, finans piyasalarındaki dalgalanmaları sınırlandırmak, uluslararası krizlere yol açmasına engel olmaktır. Sermayenin kâr oranını belli bir seviyede tutan bu sistem 1970'lerde tıkanmış ve sermayeyi tekrar riskli de olsa uluslar arası portföy yatırımı alanına girmeye yöneltmiştir. 1973'ten itibaren sanayileşmiş ülkeler tıkanmanın önünü açmak için sermaye akımları üzerindeki kontrollerini kaldırmaya başlamışlardır. Bu sürece, Dünya Bankası'nın tavsiyesiyle, sermaye üzerindeki devlet kontrolünü kaldırarak, menkul kıymetler borsalarını kurarak az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler de katılmaya başlamışlardır.

⁴⁸ Merih Celasun, "Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği", *Doğu Batı*, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak 2001–2002, s.162.

⁴⁹ Somçağ, "Küreselleşmenin Ekonomik Anlamı", s.154.

⁵⁰ Canay Şahin, "Yeni Bir Çalışma Işığında Osmanlı'da Dış Borçlanma ve Mali İflas Üzerine", *Doğu Batı*, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak 2001–2002, s.61.

1985'te İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nı kurup, 1989'da bütün sermaye kontrollerini kaldıran Türkiye de, bu ekonomideki "küreselleşme" serüvenine yeniden katılmış oldu.⁵¹ Bu tarihsel süreç içersine bakıldığı zaman küreselleşmenin yeni bir merhale olmaktan daha çok, ekonomik alanda geriye dönüş süreci olduğu sonucu ortaya çıkarılabilir.⁵² Gelişmiş ülkeleri küreselleşmeye sürükleyen olgunun, "kâr güdüsü" olduğu açıktır. Bu güdü ile hareket eden büyük şirketler, ticaret ve yatırım faaliyetlerini genişletmeye ve yaymaya çalışmaktadırlar. Küreselleşme kavramının ve söyleminin işlevi, imalarla, çağrışımlarla, vaatlerle mal ve sermaye hareketleri önündeki engellerin kalkmasını sağlamaktır. Buradan hareketle küreselleşmeyi sürükleyen büyük şirketlerin, dünyadaki az sayıdaki gelişmiş ülkelerin örgütleri olduğu söylenebilir.⁵³ Gelişmiş ülkeler açısından küreselleşmenin, "kapitalist dünya sisteminin merkezlerinin, dünya ekonomisini kendi ihtiyaçlarına göre şekillendirme"⁵⁴ çabısından başka bir şey olmadığı da iddia edilmiştir. Ekonomik ilişkiler açısından küreselleşme süreci, temelde iki unsurdan oluşmaktadır: Ulusal mal, hizmet ve finans piyasalarının serbestleştirilmesi; uluslararası sermaye akımlarının önündeki tüm idari ve yasal düzenlemelerin kaldırılarak, ulusal üretim ve emek piyasalarının kuralsızlaştırılması. Bu anlamda, küreselleşmenin ekonomik boyutu, sermayenin kârlılığını tek başarı ögesi olarak görmektedir. Bu ideolojinin ardında yatan mantık, kurgusu bakımından, sermayenin kârlılığı, etkin kaynak dağılımının sağlanmasının dolayısıyla ekonomik refahın artırılmasının, biricik koşuludur. Bu koşulun sağlanması ise, ancak dışarıdan herhangi bir müdahalenin olmadığı serbest pazar ekonomisinden geçer.⁵⁵ Bu açıdan bakıldığında küreselleşme, ulusal ekonomiler ile gelişmiş kapitalist ekonominin ilişkiye girmesidir. Yalnız bu ilişki, eşit olmayan şartlarda gerçekleştiği için ulusal ekonomiler için çok önemli sonuçlar ortaya çıkarmıştır.⁵⁶

Küreselleşme süreci geliştiği ölçüde ulus-devlet, tasfiye aşamasına girmeye başlamaktadır. Çünkü küreselleşmeyle ulus-devlet mantığı çelişmektedir.⁵⁷ Ulusal sanayileşme stratejilerinin tasfiyesi ile ancak küreselleşilir.⁵⁸ Üretimin küreselleşmesi ile birbirine paralel bir şekilde gelişmektedir. Bu ortamda sanayileşme, artık, kalkınmayı değil, ulusal ekonominin dünya kapitalist sistemiyle eklemlenmesini sağlamaktadır.

⁵¹ Somçağ, "Küreselleşmenin Ekonomik Anlamı", s.154–157.

⁵² Şahin, "Yeni Bir Çalışma İşığında Osmanlı'da Dış Borçlanma ve Mali İflas Üzerine", s.61.

⁵³ Cem Somel, "Az Gelişmişlik Perspektifinden Küreselleşme", *Doğu Batı*, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak 2001–2002, s.143.

⁵⁴ Somel, "Az Gelişmişlik Perspektifinden Küreselleşme", s.150.

⁵⁵ Yeldan, "Türkiye Ekonomisinde 2000–2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine", s.189.

⁵⁶ Somçağ, "Küreselleşmenin Ekonomik Anlamı", s.154–157.

⁵⁷ Yeldan, "Türkiye Ekonomisinde 2000–2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine", s.189.

⁵⁸ Somel, "Az Gelişmişlik Perspektifinden Küreselleşme", s.150.

1.4.Küreselleşme, Finansal Liberalleşme ve Sermaye Hareketleri

Küreselleşme, yirminci yüzyılın ortalarından itibaren dünyadaki gelişmelere yön veren bir kavram haline gelmiştir. Küreselleşme, ülkeler arasında var olan gümrükler ve kotalar gibi birçok ekonomik sınırı ortadan kaldırarak, üretim faktörlerinin serbest hareket etme olanağını arttırmıştır. Küreselleşme, dünyayı giderek tek bir dev pazar haline getirme yolunda ilerlemektedir. Küreselleşmenin altında yatan düşünce yapısının temelleri, merkantilist dönemlere kadar uzanmakla birlikte, küreselleşme serbest dış ticaret fikriyle birlikte gelişmeye başlamıştır. Liberal felsefenin etkisiyle Avrupa'da ve Amerika'da küreselleşmenin ekonomik altyapısı hazırlanmış, buradan tüm dünyaya yayılarak günümüz dünyasına siyasi, sosyal ve ekonomik olarak yön vermeye başlamıştır. Küreselleşme; ülkeler arasındaki iktisadi, siyasi, sosyal ilişkilerin yaygınlaşması ve gelişmesi, ideolojik ayrımlara dayalı kutuplaşmaların çözülmesi, ülkeler arasındaki ilişkilerin yoğunlaşması şeklinde tanımlanmaktadır.⁵⁹ Sosyal unsurlar da içermesine rağmen küreselleşmenin ana unsuru iktisadidir. Küreselleşmenin ekonomik yönü; ticari, üretim ve finansal olmak üzere üç ayrı koldan ilerlemiştir. Özellikle İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan Dünya Bankası, IMF ve GATT gibi uluslararası ekonomik organizasyonlar dünya ekonomisinde piyasa kurallarının işlenmesini sağlamak için çalışmalar yapmıştır. Böylece ticari anlamda küreselleşme başlamıştır. GATT'ın bağlayıcı nitelikte olması ve küresel ticaretin ekonomik büyümeye katkıları, engellemelere rağmen küreselleşmenin desteklenmesine sebep olmuştur.⁶⁰ Ülkeler arası ticaretin artmasıyla birlikte bölgesel ekonomik entegrasyonlar ortaya çıkmış ve uluslararası ticaretin daha da yaygınlaşmasını sağlayarak, küreselleşme yolunda büyük bir sıçramaya sebep olmuştur. Günümüzde Dünya Ticaret Örgütü'ne göre yaklaşık 220 bölgesel ekonomik entegrasyon bulunmaktadır. Bu entegrasyonların yarıya yakını son 15 yıl içerisinde gerçekleştirilmiştir. Bu entegrasyonların başlıcaları, kuruluşu 1957 Roma Antlaşması'na uzanan Avrupa Birliği; Amerika Birleşik Devletleri, Kanada ve Meksika arasında 1993 yılında kurulan NAFTA ile 1989'da Asya-Pasifik ülkeleri arasında kurulan ve Amerika Birleşik Devletleri, Çin, Kanada, Japonya, Hong Kong, Singapur, Avustralya ve Kore başta olmak üzere 18 ülkeden oluşan APEC'tir.

Dünya Ticaret Örgütü'ne göre bu ekonomik entegrasyonlardan Avrupa Birliği, dünya ticaretinin %38'ini; NAFTA, %22'sini; APEC ise, %31'ini gerçekleştirmektedir.

⁵⁹ DPT, Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, *Dünyada Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler Alt Komisyon Raporu*, Birinci Basım, Ankara, 1995, s.1.

⁶⁰ Somel, "Az Gelişmişlik Perspektifinden Küreselleşme", s.150.

Bölgesel entegrasyonlar ticaretin yani ticari malların serbest dolaşımını sağlamakla birlikte, üretim faktörlerinin de ülkeler arasında dolaşımı fikrini gündeme getirerek finansal liberalleşmeye de katkıda bulunmuştur.

Bölgesel ekonomik entegrasyonların yanı sıra çok uluslu şirket kavramı da İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra ortaya çıkmış, bu şirketlerin güçlenmesi üretimin ana ülkeden Pazar ülkeye yönelmesi eğilimine sebep olmuştur. Küresel üretime yön veren çok uluslu şirketler direkt uluslararası sermaye yatırımlarında, yabancı ülkedeki fiziki sermayeye sahip olan ve bunu işleten firmalar, olarak tanımlanmaktadır.⁶¹

Bugün dünya genelinde faaliyet gösteren çok uluslu şirketlerin sayısı 60 binin üzerine çıkmış durumdadır, bu şirketler dünya toplam üretiminin üçte ikisini, dünya ticaretinin ise yaklaşık %60'ını gerçekleştirmektedir. Bankalar ve mali kuruluşlar hariç, çok uluslu en büyük 100 işletmenin varlıkları toplamı 1,8 trilyon dolara, yıllık satışları ise 2,5 trilyon dolara ulaşmaktadır.⁶²

Dünya genelinde toplam varlıklar, net satışlar ve piyasa değeri bakımından yapılan değerlendirmeye göre en büyük beş çok uluslu firma sırasıyla Citi Group, General Electric, Bank of America, America Intl Group ve HSBC Group'tur.

Avrupa Birliği başta olmak üzere gelişmiş ekonomilerde, sosyal haklardaki gelişmelerin etkisiyle artan işgücü maliyetleri, çevre fonları ve diğer bazı maliyet arttırıcı unsurlar, çok uluslu firmaların üretimlerini, maliyetlerin daha düşük olduğu gelişmekte olan ülkelere yönlendirmesine sebep olmuştur. Ticari küreselleşmenin etkisiyle dünya genelinde ürünlerini ve kendilerini tanıtabilen çok uluslu firmalar, finansal küreselleşmenin de yardımıyla üretimi, ana ülke dışına taşıyarak, yüksek miktarlarda uluslararası sermaye hareketlerinin gerçekleşmesine sebep olmuşlardır. Özellikle 2000'li yıllarla birlikte Çin Halk Cumhuriyeti, 1990'lı yıllarda başlattığı ekonomik reformların karşılığını almaya başlamış ve çok uluslu şirketlerin yatırımlarını çekmeyi başarmıştır. 2000'li yılların başından itibaren üretim başta Çin olmak üzere gelişmekte olan ülkelere doğru yönelme eğilimi göstermektedir. 1980'li yıllardan itibaren ise küreselleşmenin bir boyutu olarak finansal liberalleşmenin yaygınlık kazandığı görülmektedir.

⁶¹ Suna Oksay, "Çok Uluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek Değerlendirilmesi", *Dış Ticaret Dergisi*, Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı, 8(1), 1998, s.1.

⁶² Hasan Tağraf, "Küreselleşme Süreci ve Çok Uluslu İşletmelerin Küreselleşme Sürecine Etkisi Teorileri", *C.Ü.İktisadi İdari Bilimler Dergisi*, 3, 2002, s.38.

Finansal liberalleşme; ülkelerin değişik ülke piyasalarına yönelmekte olan uluslararası sermaye hareketlerinin önündeki engelleri kaldırarak, ülke içi finansal piyasaların dünya piyasaları ile bütünleşmesine izin vermeleridir.⁶³

Kendisine yatırım olanağı arayan fon sahipleri de, dünya genelinde ki finansal serbestlik sayesinde çeşitli ülke piyasalarına yatırım yapma imkânına sahip olmuş, bu iki gelişmeyle birlikte finansal küreselleşme büyük ölçüde gerçekleşmiştir.

1990'lı yılların hemen başında Amerika Birleşik Devletleri'nde tahvil piyasasının yabancılara açılmasını sağlayan "SEC 144 A Yasası", aynı yıllarda Japonya finansal piyasalarına yabancıların girme serbestliğini sınırlandıran 65 sayılı yasanın yürürlükten kaldırılması ve Avrupa Birliği ülkelerinin tüm sınırları kaldırma girişimlerinin finansal piyasaları da kapsıyor olması, küreselleşme olgusuna hız katmıştır.⁶⁴

Teknolojik devrimle el ele gelişen, sermayenin yeni coğrafyaları hızla etki alanına almasıyla ilerleyen bu sürecin, kapitalizmin 1870 ile 1911 yılları arasındaki hızlı yayılma ve gelişme dönemine benzediği de görülmektedir.⁶⁵ Sonuç olarak günümüzde ekonomik küreselleşmenin en önemli unsurlarından birini, sermaye hareketleri oluşturmaktadır.

Direkt yatırımlar şeklinde ya da finansal piyasalara yapılan yatırımlar şeklinde gelişen sermaye hareketleri ekonomi politikalarına ciddi oranda etki edebilecek büyüklüğe kavuşmuştur. Ülkeler arasındaki gelişmişlik düzeyleri ve ekonomi politikalarının ihtiyaçları yüzünden ortaya çıkan sermaye hareketleri dünyayı finansal piyasalar alanında birleştirme yönünde ilerlemektedir. Uluslararası piyasalarda görülen küreselleşme, uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin önündeki engelleri kaldırıcı bir etki yapmakta ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan liberal ekonomik politikalar ve finansal serbestleşme politikalarının da etkisiyle sermaye hareketleri hızlanarak, bu ülkelerin finansal piyasalarının gelişmesine ve dış dünya ile bütünleşmesine katkıda bulunmaktadır. Dünya ekonomisinde sermaye hareketleri kapitalizmin gelişmesine paralel olarak ortaya çıkan bir gelişmedir. Gelişmekte olan ülkeler yönelik sermaye akımlarını da bu sürecin bir parçası olarak değerlendirmek gerekir. Gelişmekte olan ülkelerin kambiyo kısıtlamalarından kurtulması bu hareketlenmeyi hızlandırmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişini uyaran nedenlerin oluşmasının yanı sıra, gelişmiş ülkelerde görülen bazı gelişmeler de sermaye akımları üzerinde etkili olmuştur.

⁶³ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, Açıköğretim Fakültesi Yayınları, Eskişehir, 2006, s.171.

⁶⁴ İlker Parasız, *Kriz Ekonomisi*, Ezgi Kitapevi, Bursa, 1995, s.147.

⁶⁵ Yüksel Akkaya, *Globalleşme: Neo-Korporatizmin Sonu mu?* Türk Ağır Sanayi ve Hizmet Sektörü Kamu İşverenleri Sendikası Yayınları, 1998, s.430.

Bu etkilerden biri, gelişmiş ülkelerdeki faiz hareketleridir. Faiz oranlarındaki düşüşler, sermaye akımlarının başka bölgelere yönelmesine neden olmuştur.⁶⁶ Gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunları sermaye ve teknoloji yetersizliğidir.

Sermaye, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeyi sınırlandıran faktörlerin başında gelir. Söz konusu ülkelerde yatırıma yönelecek kaynaklarının azlığı ve yatırıma teşebbüs etme arzusunun yetersizliği, sermayeyi kıt bir üretim faktörü haline getiren nedenler arasında sayılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde reel gelirin düşüklüğü, tasarrufları ve buradan da yatırım miktarını sınırlamakta, dolayısıyla sermaye birikimi yavaş seyretmektedir.⁶⁷

Sermaye yetersizliği, ilgili ülkeleri kalkınmanın finansmanında yeni kaynak arayışına yöneltmiştir. Ülkeler, ekonomik kalkınmalarını gerçekleştirebilmek için yeterli kaynağa sahip değilse, yatırımları finanse etmenin iki yolu vardır. Ülke, ya eski tasarruflarını kullanacak veya yabancı tasarrufları yurda çekmek isteyecektir. Yabancı tasarrufları ülkeye getirmenin yolu ise, borçlanma veya yabancı sermaye girişi ile mümkün olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin, kalkınmalarını gerçekleştirebilmek için, ihtiyaç duydukları sermaye birikimini sağlamada, dış borç yerine yabancı sermayeye yönelmeleri daha akılcı bir yol olarak gözükmektedir.⁶⁸

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermaye hareketlerinde önemli derecede artış olduğu gözlemlenmektedir. Yabancı sermaye hareketlerindeki bu artış, ilgili ülkelerde kalkınmanın finansmanını sağlamada etkili olurken, bir takım riskleri de bünyesinde barındırmaktadır. Barry Eichengreen, sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasının ya da sınırlandırılmasının sonuçlarına ilişkin bulgulara ihtiyatlı yaklaşılması gerektiğini söylemektedir. Barry Eichengreen, kendi düşüncesini de ifade ederken,⁶⁹ "benim, iktisat literatürüne ve tarihte yaşananlara ilişkin incelemelerim, mali serbestliğin ancak güçlü kurumları bulunan ülkeler için faydalı olduğu ve bu faydanın da küresel sermaye piyasalarının iyi işlediği dönemlerde görüldüğünü gösteriyor" demektedir. Bu bağlamda örneğin Çin'in, bugünkü koşullarda sermaye hareketlerini liberalleştirmesinin, bu ülkeye hiçbir yarar sağlamayacağını söylemektedir. Benzer bir değerlendirme de, Mundell tarafından yapılmaktadır.

⁶⁶ Taner Berksoy, Burak Saltoğlu, *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İTO Yayınları, İstanbul, 1998, s.13.

⁶⁷ Yalçın Acar, *İktisadi Büyüme ve Büyüme Modelleri*, Vıpaş Yayınları, Genişletilmiş Dördüncü Baskı, Bursa, 2002, s.51.

⁶⁸ [www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E\(12.04.2011\)](http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E(12.04.2011))

⁶⁹ Barry Eichengreen, "Sıcak Para ile Kalkınmak Mümkün mü?", *Turkishtime*, Ağustos 2006, Sayı:52, s.34.

Mundell'e göre, eğer Çin, parasını dalgalanmaya bıraksaydı, Asya'da gerçekleşen ekonomik büyümenin gerçekleşmesi mümkün olmayacaktı.⁷⁰ Bankacılık sisteminde geri dönüşü olmayan kredilerden kaynaklanan yük artacaktı.

Tarımsal ürünlerde fiyatlar düşecek, en çok zararı en yoksul kesim üstlenecekti. Çin'in sabit kur rejimi uygulamasıyla birlikte inanılması güç bir performans gösterdiğini söyleyen Mundell, fakat Türkiye'nin böyle bir alternatifinin olmadığını söylemektedir. Sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkardığı etkileri şöyle sıralayabiliriz:⁷¹

—Sermaye girişleri, gelişmekte olan ekonomilerde sermaye arzını artırmaktadır.

—Sermaye girişlerinin yaşandığı ülkelerde reel döviz kurunda yükselme görülmektedir.

—Sermaye girişleri, döviz kurlarını, faiz oranlarını, ödemeler bilânçosunu, tüketim harcamalarını, bankacılık kesimini ve kamu açıkları gibi ülkede uygulanan ekonomi politikalarını önemli ölçüde etkilemektedir.

—Sermaye girişleri, uluslararası piyasalarda portföy çeşitlendirmesine imkân verdiğinden yatırımcılara yeni yatırım alternatifler sunmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde son yıllarda görülen yüksek büyüme, ihracat artışından ve yabancı sermayenin ülkeye girişinden kaynaklandığı söylenebilir. Söz konusu ülkelere yönelik yabancı kaynak girişleri, önceleri daha çok hükümet garantili fonlar şeklinde gerçekleşmiştir.⁷²

Son yıllarda ise kamunun garantisi olmadan ilgili ülkelerdeki sermaye piyasaları aracılığı ile kaynak girişi yaşanmaktadır. A.O.Krueger'e göre 1980'li yıllardan sonra uluslar arası sermaye hareketlerinin resmi sermaye hareketlerinden özel sermaye hareketlerine yönelen bir ivme kazanması sağlıklı bir gelişmedir. Çünkü gelişmiş ülkelerdeki düşük getiriye sahip sermayenin, yüksek getiriye sahip az gelişmiş ülkelere yönelmesi dünya kaynaklarının dağılımında etkinliği artırmaktadır. 1990'lı yıllara kadar gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri oldukça sınırlı kalmıştır. Bu yıllardan sonra gelişmiş ekonomik ve mali sektöre sahip Doğu Asya ülkelerinde, Latin Amerika ülkelerinde ve son dönemlerde Doğu Avrupa ülkelerinde önemli gelişmeler yaşanmıştır.

⁷⁰ [www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E\(12.04.2011\)](http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E(12.04.2011))

⁷¹ G.Calvo, L.Leiderman, C.M.Reinhart, "The Capital, Inflows, Problem: Concepts and Issues", *Contemporary Economics Policy*, 1994, s.53–56.

⁷² [www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E\(12.04.2011\)](http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E(12.04.2011))

Özellikle doğrudan yatırım şeklinde gelen yabancı fonlar ülkelerin sermaye yetersizliğine, altyapı ve fiziksel yatırımlara, istihdam ve ulusal gelirlerine, teknolojinin taşınmasında önemli roller üstlenmiştir.⁷³ Eğer yabancı sermaye doğrudan yabancı sermaye olarak gelmiş ise, gittiği ülkedeki makroekonomik koşullardan etkilendiği ve kararını ona göre verdiği, kısa süreli şoklardan etkilenmeyip faaliyetlerini sürdürdüğü görülmektedir. Ancak, gelen sermaye kısa vadeli ve spekülâtif amaçlı portföy yatırımı şeklinde ise sermaye akımlarının yönünü belirlemede arbitraj işlemleri temel etken olmakta, ekonomide yaşanan en küçük bir kırılmalıkta bile kârını da alarak ülkeyi terk etmektedir.⁷⁴ Dolayısıyla, sıcak para akımları, yüksek oynaklıklar sebebi ile sürdürülebilir bir büyümenin esas kaynağı olamamaktadır. Esas olan ülkelerin doğrudan yabancı sermaye çekebilme kabiliyetleridir. Ekonomilerin gelişmiş ve az gelişmiş olarak iki sınıfa ayrıldığı küresel dünyada yaşanan mal ve sermaye hareketlerinden az gelişmiş ülkeler, gelişmiş ülkelere göre daha fazla etkilenmektedir. Gerek kalkınma ekonomisi gerekse uluslararası iktisat teorisyenleri sermaye ve mal hareketlerinin açık ekonomilerdeki davranışları konusu üzerinde durarak az gelişmiş ülkelerin bu durumdan minimum hasar, maksimum fayda ile nasıl çıkacakları üzerinde araştırmalar yapmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelere akan özel sermaye hareketlerinin artmasına, bu ülkelerde sağlanan makro ekonomik istikrar, enflasyon oranlarında düşüş, mali baskının azalmaya başlaması, bankaların yeniden yapılandırılması, gözetim ve denetleme mekanizmalarının geliştirilmesi gibi faktörlerin etkili olduğu söylenebilir.⁷⁵ 1990'lı yıllarda hız kazanan yurtdışı finansal piyasalardaki hareketlilik dünya üretim ve ticaret hacminin üzerinde bir gelişme seyri izlemiş, yönünü de Arjantin, Şili, Brezilya, Malezya, Türkiye gibi yükselen piyasalara çevirmiştir. Özellikle gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları nedeniyle, gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek getiri imkânlarından yararlanmak isteyen yatırımcıların, dış piyasalarda dalgalanmanın olması halinde bu ülkelere çıkmak için hisse senedi satışlarını artırarak, gelişmekte olan ülkelerdeki dalgalanmanın hızını artırmışlardır. Gelişmekte olan ülkelere kamu kâğıtlarına yatırım yapan spekülâtif sermaye, kamu kâğıdının vadesi sonunda önemli bir faiz geliri elde etmektedir. Eğer ulusal para da vade içinde değerlenmiş ise, gelirini yabancı paraya dönüştürürken de ek bir gelir elde etmiş demektir. Gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy yatırımları risk içermesine rağmen, bu piyasalar yatırımcılara önemli avantajlar sağlamaktadır.

⁷³ Ali Alp, *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*, İMKB Yayınları, İstanbul, 2002, s.2.

⁷⁴ Şeyda İnandım, *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*, TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Ankara, 2005, s.37.

⁷⁵ TCMB Yıllık Rapor, 2005, s.103.

Her şeyden önce gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelere nazaran yüksek büyüme potansiyeline sahiptir. Bu büyüme yatırımcılar için önemli ölçüde kazanç sağlayabilir. Ayrıca bu tür piyasalarda yoğun rekabetin olmaması yatırımcılara önemli kâr fırsatları sunmaktadır. Bu avantajlara rağmen bu piyasalarda derinlik sağlanamadığından fiyat hareketlerinde dalgalanma olmadan fon girişleri ve çıkışları düşük seviyede seyretmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senedi piyasalarında yaşanan dalgalanmaların benzeri gelişmeler, tahvil piyasalarında da görülmektedir. Bu durum, yüksek global likidite dönemlerinde sorun oluşturmazken, ucuz finansman dönemi bittikten sonra makro ekonomik kırılganlık sürecini hızlandırmaktadır.⁷⁶

Dikkat çeken diğer bir nokta da, hisse senedi ve tahvil satışlarının aynı anda yapılması, gittiği ülkede yabancı paraya olan talebi artırmıştır. Bu da, döviz piyasasında dalgalanmalara neden olmaktadır.⁷⁷

1.5.Sermaye Hareketlerinin Tanımı, Kapsamı, Önemi ve Çeşitleri

Günümüzde dünya ekonomisinin en önemli gelişmelerinden biri olan faiz ve kur arbitrajından faydalanmak üzere en yüksek getiriyi elde etmek isteyen aktörlerin bir ülkeden başka ülkeye mobilitesinin, Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra 1970'li yıllardan sonra ortaya çıktığını söyleyebiliriz.⁷⁸ İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra gelişmiş ekonomilerin hızlı büyümeleri bazı yıllarda kesintiye uğramış, kapitalist sistem, tekrar krize girmiştir. Esasen 1929 dünya ekonomik bunalımında liberal politikalar ekonomileri durgunluktan çıkarmada yetersiz kalmıştı. Bu tarihten sonra uygulanan Keynesyen politikalar, devletin ekonomiye müdahalede daha aktif rol alması gerektiğini ileri sürmüştür. 1970'li yıllarda uygulanan müdahaleci politikaların ekonomiyi krizden kurtaramayacağı savunularak, liberalizasyon, deregülasyon ve özelleştirmeye önem verilmesi gerektiği savunulmuştur.⁷⁹ İkinci Dünya Savaşı öncesine kadar sermaye hareketlerinin nedenleri açıklanırken, sermayenin yurtiçi ve yurtdışı getirileri arasındaki fark etkili olurken, savaş sonrasında sermaye hareketlerini ödemeler dengesi teorilerini açıklamaya yönelik bir araç olarak kullanıldığı gözlemlenmiştir.⁸⁰ Özellikle portföy yatırımlarındaki artışların nedenlerinin araştırılması noktasında ekonomistler, iş çevreleri ve politika yapımcıları arasında önemli tartışmaların kaynağı olmaktadır.

⁷⁶ www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E(12.04.2011)

⁷⁷ İnandım, *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*, s.37.

⁷⁸ Alp, *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*, s.2.

⁷⁹ www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E(12.04.2011)

⁸⁰ S.Uzunoğlu, E.Alkin, C.Fuat Gürlehel, *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*, İMKB Yayınları, No:6, İstanbul, 1995, s.35.

Bazı ekonomistler, gelişmiş ülkelerdeki özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nin, faiz oranlarını düşürmesi, bu fonların yurtdışı sermaye piyasalarına yönelmesine yol açtıklarını belirtmektedirler. Bu durum, literatürde "itme etkisi" veya yabancı sermayeyi iten faktörler olarak değerlendirilmektedir. Ulusal ekonominin kendi yapısından veya işleyişinden kaynaklanmayan, bütünüyle kendi dışında belirlenen ve uluslararası sermayeyi ülkeye yönlendiren, etkenler bu grupta yer almaktadır.⁸¹

Diğer bir kısım ekonomist ise, gelişmekte olan ülkelere giden sermayenin aslında bu piyasalardaki yatırım fırsatlarını değerlendirmek amacıyla gittiğidir. Bu durum, "çekme etkisi" veya çeken faktörler olarak adlandırılmaktadır.⁸² Bu etkiler, bütünüyle ev sahibi ülkenin kendi iç bünyesinden kaynaklanan gelişmeler sonucu ortaya çıkan etkilerdir.⁸³

Ulusal yapı buna uygun değilse veya bu cazibeyi doğuruyorsa o halde gelen sermaye ulusal ekonominin yapısıyla ilgilidir. Örneğin, büyüme hızı, yurtdışı faiz oranları, uygulanan döviz kuru rejimi, enflasyon oranı, ulusal kredi hacmi, hisse senedi fiyatları, kredibilite durumu, makroekonomik istikrar gibi etkenler de bu grupta yer almaktadır. Örneğin, uluslararası faiz oranlarının düştüğü dönemlerde, faiz oranlarının göreceli olarak yüksek olduğu ülkelere sermaye akımlarının yönelmesi iten faktörler, sermaye çeken ülkedeki makroekonomik koşullar ve döviz kuru rejimi gibi ulusal faktörler ise çeken faktörler olarak nitelendirilmektedir.⁸⁴ İtme etkisinde sermaye hareketleri, dışsal faktörler nedeniyle çıkış ve çöküş döngüsünü başlatmaktadır. Örneğin, ABD faiz oranlarındaki düşüşler veya çıkışlar gelişmekte olan piyasalardaki fon akımlarının tersine dönmesine neden olmaktadır. Çekme etkisinde ise içsel faktörler çıkış ve çöküş döngüsünde etkili olmaktadır. Örneğin, ekonomilerin yapısal sorunların üstesinden gelip gelmedikleri, para ve kur politikasının iyi yönetilip yönetilmediği, siyasi çalkantı veya istikrar gibi faktörler etkili olmaktadır. Sermaye hareketleri, iten faktörler tarafından belirleniyor ise politika yapıcılarının sermaye hareketlerinin kontrolü konusundaki hareket kabiliyeti daha sınırlı olmaktadır. Çeken faktörlerin ağırlığı daha fazla ise politika yapıcılarının makroekonomik programların başarısını engelleyen sermaye kontrollerinin denetiminde daha fazla serbestiye sahiptirler. Son yıllarda gelişmekte olan ülkeler sermaye akımlarını, yukarıda çeken faktörler olarak sıraladığımız unsurlarla ilgili azami çaba göstermelerine ve dış piyasalarla entegre olma yönündeki kararlılıkları gözlemlenmektedir.

⁸¹ Taner Berksoy, "Neden Sermaye Giriyor?", *Radikal*, 04.11.2006.

⁸² Nurdan Aslan, *Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri*, Türkmen Kitabevi, İkinci Baskı, 1997, s.11.

⁸³ [www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E\(12.04.2011\)](http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E(12.04.2011))

⁸⁴ T.C.Merkez Bankası Para Politikası Raporu, 2005-I, s.30.

Eğer sermaye akımları önemli oranda içsel faktörlerin etkisinde ise gelişmekte olan ülkeler, sağlıklı makro ekonomik ve finansal programlar uygulayarak sermaye akımlarının olumsuz etkilerini minimize edebilirler.

Buna karşın, sermaye akımları, önemli oranda dışsal faktörlerin etkisinde ise gelişmekte olan ülkeler ne kadar sağlıklı ve istikrarlı programlar uygularsa uygulansınlar, finansal piyasalar, dışsal şoklara açık olacak ve ekonomik kırılganlıkları artıracaktır.⁸⁵ Merkez Bankası tarafından 1992–2005 dönemini kapsayan bir çalışmaya göre, Türkiye’de sermaye girişlerinde çeken faktörlerin daha etkili olduğu ortaya konulmuştur. Araştırma, sermaye hareketlerini "kriz öncesi" ve "kriz sonrası" olmak üzere iki aşamada incelemiş, kriz sonrası dönemde sermaye girişlerini çeken en önemli faktörün, reel faiz oranı olduğu sonucuna varmıştır.

Portföy akımlarında hem iten faktörlerin hem de çeken faktörlerin etkili olduğu söylenebilir. Özellikle 1990’lı yılların başlarında görülen sermaye hareketlerinin artışında dışsal koşullardaki değişmelerin etkisini hafife almamak gerekir. Yine gelişmiş ülke piyasalarındaki faiz oranlarındaki düşme ve büyüme hızındaki gerileme sermaye akımlarının gelişmekte olan piyasalara girmesini sağlamaktadır.⁸⁶

G.Calvo, L.Leiderman ve C.M.Reinhart, 1990’ların başında ABD faiz oranlarının düşmesi ile Latin Amerika ekonomilerine giren sermaye miktarı arasında anlamlı bir ilişki olduğunu bulmuşlar, bu bağlamda gelişmekte olan ekonomilere giren sermaye miktarını belirleyen temel faktörlerin dışsal faktörler olduğu ileri sürülmüştür. 1990’lı yıllarda, dünya genelinde sermaye hareketlerini giderek artıran nedenler şöyle sıralanabilir:⁸⁷

—Ülkelerin dışa açılma politikaları sonucunda gelişmekte olan ülkeler, 1990’lı yıllardan sonra reform niteliğinde bir dizi önlemler içerisinde finansal piyasalarını dışa açmaları sermaye hareketlerindeki gelişmeleri hızlandırmıştır.

—Teknolojideki hızlı atılımlar, finansal yatırımcıların isteklerini karşılayacak bir yatırım iklimi hazırlamaktadır. Bankacılık sistemindeki hızlı gelişmeler sayesinde, dünyanın farklı bölgelerindeki yatırımcılar, eş zamanlı olarak mali işlemlerini gerçekleştirebilmektedirler.

⁸⁵ Oğuz Altun, Oya Can Mutan, *Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkileri*, SPK Araştırma Raporu, 2007, s.16–17.

⁸⁶ Ahmed Masood, Sudarshan Gouptu, "Portfolio Investment Flows to Developing Countries", *Finance and Development*, March, 1993, s.10–11.

⁸⁷ Saruhan Özel, *Global Finansal Krizler*, Deniz Kültür Yayınları, No:13, 2005, İstanbul, s.14–17.

—Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan sabit kur sistemi sonucu ülkelerin enflasyonu düşürme mantığı ile paralarını güçlü paralara karşı ya sabitlemekler veya belirli ölçülerde değer kaybına izin vermekteydiler. Bu durum yurtdışından gelen fonlar için öngörülebilir bir ortam hazırlamaktaydı. Çünkü dalgalı kur sistemine nazaran, uygulanan sabit kur sistemi gelecek dönemlerdeki kur belirsizliğini ortadan kaldırmaktadır.

—1980'li yıllardan sonra belirli bölgelere yoğunlaşan yabancı yatırımlar, bu bölgelerdeki ekonomik krizlerden sonra tedirgin olmaya başlamış, risklerini azaltmak amacıyla portföy teorisinin temel mantığı gereği, kendilerine portföy çeşitlendirmesi sağlayabilecek yeni pazar arayışına yönelmişlerdir.

—Asimetrik bilgi probleminden kaynaklanan ve yatırımcıların sürü psikolojisi ile hareket etmeleri sonucu öncü yatırımcıların ilgili ülkelere yönelmesiyle, diğer yatırımcıların da onları takip etmesi sermaye hareketlerinin akışkanlığını hızlandırmıştır.

Yukarıdaki tartışmalar ışığı altında sermaye hareketlerinin nedenlerini açıklamada ekonomi literatüründe henüz bir fikir birliği oluşmadığı ortaya çıkmaktadır. Mc Kinnon, ekonomik liberalleşme, finansal liberalleşme ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile ilgili bir dizi işlemlerden bahseder. Bu işlemlerin nelerden ibaret olduğunu ve gerçekleşme sırasını da şöyle açıklamaktadır. Birincisi; finansal liberalleşmeden önce mali disiplin sağlanmalıdır. İkincisi; yurtiçi sermaye piyasaları dışa açılmalı ve reel faizler negatif düzeyde seyretmemeli, bu dönemde de finansal kurumlar üzerindeki devlet baskısı azaltılmalıdır. Üçüncüsü; fiyat istikrarı sağlanmalı, sağlanmadığı zaman döviz ve faizlerdeki oynaklık, ekonomiye öngörülemeyen sürprizler getirmektedir.

Dördüncüsü ise, bu şartlar oluştuktan sonra finansal işlemlerde liberalizasyona gidilmelidir. Mc Kinnon'a göre bütün bu işlemler gerçekleştirildiğinde, uluslararası sermaye hareketleri serbest bırakılmalıdır. Benzer şekilde yurt içi finansal sistem liberalize edilmeden, yurt içi bankalar güçlendirilmeden, yabancı bankaların finansal sisteme girişine izin verilmemelidir. Bu işlemlerden sonra sağlam bir bankacılık düzenleme ve denetleme sistemi kurulmadan kısa vadeli sermaye girişlerinin liberalize edilmesi doğru bir tercih olmayacaktır.⁸⁸ Uluslararası sermaye akımları, bir ülkede yerleşik kişilerin bir başka ülkedeki yerleşik kişilere fon transfer etmesi veya dışarıdan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi sonucu ortaya çıkmaktadır.

⁸⁸ John Williamson, Molly Mahar, *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, Çeviren: Güven Delice, Liberte Yayınları, İstanbul, 2002, s.57.

Uluslararası sermaye hareketleri ticari amaçlı özel mali akımlar, kalkınma amaçlı resmi sermaye akımları ve dolaysız yabancı sermaye akımları olmak üzere üçe ayrılır.⁸⁹ Sermaye hareketleri, fonksiyonlarına göre sınıflandırıldığında ise, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklinde sıralanabilir.⁹⁰

Yapılan çalışmaların çoğunda portföy yatırımları ile kısa vadeli yatırımlar tek başlık altında incelenmektedir. Dolaysız yabancı sermaye ile birlikte resmi sermaye hareketleri daha ziyade bir ülkenin ekonomik kalkınması ile ilgili akımları ifade eder. Resmi sermaye akımları kredi ve hibe şeklinde olabilir. Krediler, her kredide olduğu gibi, belirli bir vadeyle sınırlıdır. Hibeler ise, bağış niteliğindedir ve geri ödemesi söz konusu değildir. Bu tür sermaye akımları içerisinde kalkınma amaçlı kredilerin ağırlığı daha fazladır. Özel sermaye hareketleri, farklı borçlanma kaynaklarına göre kendi içinde doğrudan yabancı sermaye hareketleri, hisse senedi ve benzer kısa vadeli varlıkların alınıp satılmasıyla oluşan portföy hareketleri; sadece tahvil ve hazine bonusu alım satımıyla oluşan senetlerin vadesine göre kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri olarak sınıflandırılmaktadır. Uluslararası özel sermaye akımlarının en belirgin özelliği uluslararası para ve sermaye piyasasından ticari koşullar altında sağlanmalarıdır. Doğrudan üretime yönelik olmaması, bu tür yatırımları doğrudan yatırımlardan ayırmaktadır. Gelişmekte olan piyasalardaki özel sermaye hareketleri son yirmi yılda yaklaşık üç misli artmıştır. Aynı zamanda, özel sermaye hareketlerinin bileşimi de değişmiştir. 2000 yılında toplam özel yabancı sermaye hareketlerinde banka kredilerinin payı büyük ölçüde azalırken, portföy yatırımlarının payı hızla artmaktadır.⁹¹

1980 yılında toplam yabancı sermaye girişlerinin yaklaşık %57'si gelişmiş ülkelere, %43'ü de gelişmekte olan ülkelere yönelmiş iken, 1995 yılında gelişmekte olan ülkelere giden yabancı sermaye akımlarında artış olmuş, bu oranlar, sırasıyla, %69 ve %31 olarak gerçekleşmiştir.⁹²

Dünya Bankası'nın 2006 Küresel Gelişme Finans Raporu'na göre, gelişmekte olan ülkelere net özel sermaye akışının, özelleştirmeler, birleşmeler, şirket alımları ve dış borcun yeniden finansmanı şeklinde olmak üzere 2005 yılında 491 milyar dolara ulaşmıştır.

⁸⁹ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*, 14.Baskı, İstanbul, 2001, s.479.

⁹⁰ www.baskent.edu.tr/~gurayk/intfinders2.ppt(05.04.2011)

⁹¹ Gazi Erçel, "Krizlerin Önlenmesinde ve Çözümlemesinde Özel Yabancı Yatırımların Rolü", *Küresel Sermaye Piyasası Yönetimi Konferansı*, Bretton Woods'u Yeniden Oluşturma Komitesi, Montreal, 23 Ekim 2000.

⁹² Alaattin Kızıltan, *Küreselleşme ve Dünya Ekonomisine Etkileri*, Aktif Yayınları, İstanbul, 2004, s.111.

1.5.1.Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırımlar, bir ülkede bir firmayı satın almak veya yeni kurulan bir şirket için kuruluş sermayesi sağlamak veya mevcut bir şirketin sermayesini artırmak yoluyla o ülkede bulunan şirketler tarafından diğer ülkede bulunan şirketlere yapılan ve kendisi ile birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraber getiren yatırımdır.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımları, özellikle 1980'lerle beraber hızlı bir biçimde artmaya başlamıştır. Bu durumun en önemli nedenlerinden biri, 1980'li yıllarda yaşanan borç krizleridir.

Yabancı sermayeye karşı, İkinci Dünya Savaşı sonrasında oluşan olumsuz tavır, 1980'li yıllarda ortadan kalkmış ve yabancı sermayeye karşı çekingenlik kaygısı gündemden kalkarak ülkelerin yabancı sermayeyi nasıl çekebilecekleri konusu gündeme girmiştir.

Günümüzde ülkeler doğrudan yabancı yatırımları ülkelerine çekebilmek için yoğun çaba harcamaktadırlar. Bunun için de, doğrudan yabancı yatırımların çekilmesi noktasında kurumsal ve yasal altyapı oluşturularak, yatırım ortamını iyileştirmek için adeta bir yarış içerisine girmişlerdir.

Doğrudan yatırımlar, belirli bir fiziki sermaye şeklinde yatırıma yöneldiğinden, ekonomik koşullardaki bozulma dönemlerinde yatırım yapılan ülkeyi kolayca terk edemezler. Çünkü dalgalanma dönemlerinde fiziki sermayenin anında likiditeye dönüşmesi zor, hatta imkânsızdır. Doğrudan yatırımların ev sahibi ülkelerde kalıcı olabilmesi, diğer yabancı yatırımlara göre daha çok tercih edilmesine neden olmaktadır.

Portföy yatırımlarının ekonomik krizlere karşı gösterdiği duyarlılık, daha istikrarlı olan doğrudan yatırımların önemini daha da artırmaktadır. Bu tür yatırımlarda planlar uzun vadeli. Yatırım yapılan ülke ile yatırım/yatırımcı arasında organik bir bağ oluşmuştur. Doğrudan yabancı yatırımlar, gittiği ülkede ekonomik kalkınmaya, istihdama, teknolojik gelişmeye, sermaye birikimine ve ihracata önemli katkı yapmaktadır.

Bu yüzden ki, çoğu ülke, yerel yatırımcılara tanıdığı avantajları yabancı yatırımcılara tanımlar, hatta yabancı yatırımcıların daha çok desteklendiği görülmüştür. Böyle olmasına rağmen, yabancı sermayeyi ülkeye çekmenin aracı olan çok uluslu şirketlerin, gün geçtikçe dünya pazarlarında hâkimiyeti artarken, ürün fiyatları ve ücretlerin belirlenmesinde etkili olmaktadır.

Bu durum, teknolojik gelişme sürecini tamamlayamamış ekonomileri olumsuz yönde etkilemektedir. Doğrudan yatırımların etkisi, yöneldiği sektöre, piyasanın büyüklüğüne, ekonominin dışa açıklık derecesine ve yatırımın türüne göre farklı olmaktadır. Kuşkusuz, doğrudan yabancı yatırımları yönlendirenler, çok uluslu şirketlerdir ve bunların yatırım stratejisini belirlerken en önemli kriterlerinden biri de gidecekleri ülkeden elde edecekleri getirinin kendi ülkelerinden elde edecekleri getiriden büyük olmasıdır. Çok uluslu şirketler, elde edecekleri kârı maksimize etmek için gittikleri ülkeler için hazırlık çalışmaları yapmakta ve en uygun ortamı seçmektedirler.

Dünyadaki mevcut konjonktür, yabancı sermaye konusundaki çekinceleri ortadan kaldırıp, ulusal egemenliği zayıflatacağı yönündeki endişeleri azaltarak, yabancı sermaye yaklaşımında ekonomik görüşlerin, siyasi görüşlerin önüne geçtiğini göstermektedir.

Daha önce yabancı sermaye girişlerini engelleyen ülkeler bile yabancı sermayeyi ülkeye getirmenin yollarını araştırmakta ve uygulamaktadırlar. Örneğin, Çin Halk Cumhuriyeti, yabancı sermayeye kapılarını açmakla kalmamış, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmekte gelişmekte olan ülkeler arasında ilk sıraya yerleşmiştir. Yabancı yatırımlara olan ilgi, bu yatırımların hacmini artırarak, 1990 yılında dünyadaki yabancı sermaye stoku 1.769 milyar dolar iken, 2006 yılında dünyadaki doğrudan yabancı yatırımların tutarı, 1,2 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır. Ekonomik büyümenin devam etmesi ile birlikte şirket karlarındaki artış, doğrudan yabancı yatırımların gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere yönelerek, kalkınmanın finansmanı için etkili bir kaynak olarak devam edeceğini göstermektedir.⁹³

1.5.2.Dolaylı Yabancı Sermaye Hareketleri

1980'lerde yaşanan borç krizleri nedeniyle gelişmekte olan ülkelere yönelen özel sermaye hareketleri 1980'li yılların sonuna kadar önemli bir artış olmamıştır. Böyle olmasına rağmen, finansman temininde yaşanan zorluklar yeni finansal araçların arayışı sonucunda uluslararası portföy yatırımları ortaya çıkmıştır.⁹⁴

Dolaylı yabancı sermaye hareketlerine uluslararası portföy yatırımları denilmekte olup, kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak bilinmektedir. Dolaylı yatırımlar, fon arz edenlere bir kısım riskleri de göze alarak, uluslararası piyasalarda faiz, temettü kazancı sağlamak amacıyla hisse senedi ve tahvil alıp satmaları işlemidir.

⁹³ <http://www.worldbank.org/gdf> 2006(26.03.2011)

⁹⁴ Güven Delice, "Uluslararası Sermaye Hareketlerine Tarihsel Bir Bakış", *Banka, Maliye ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl:39, Sayı:9, 2000, s.9.

Döviz piyasalarında ve sermaye piyasalarında bonolar, tahviller, hisse senetlerine mali yatırımlar, kısa vadeli banka kredileri gibi yatırımlar portföy yatırımları sayılırlar. Kayıt dışı fonlar da bu tür akımlar içinde değerlendirilebilir.⁹⁵

1960'lı yıllardan itibaren uluslararası para piyasalarında çığ gibi büyüyen bu fonlar doğrudan yatırımlardan farklı olarak son derece akışkan bir yapıya sahiptirler. Portföy yatırımlarının ülkeye girişi ve çıkışı elektronik ortamda gerçekleştirildiğinden, işlemler, oldukça kısa süreli olabilmekte ve yatırımcılar risk gördükleri anda kolaylıkla portföylerini boşaltabilmektedirler.⁹⁶

Portföy teorisine göre belirli bir sermayeye sahip olan yatırımcılar mevcut fonlarını farklı menkul değerler arasında paylaştırırken, kabul edilecek bir risk düzeyinde portföyden elde edeceği gelirin maksimum olmasını tercih ederler.

Bu amacı gerçekleştirmek için yatırımcılar portföylerini oluştururken her menkul kıymet için risk ve getiri oranını dikkate alarak portföyünü oluştururlar. Bu aşamada sadece menkul kıymetin getirisini değil, riskini de dikkate alarak seçimini yaparlar.⁹⁷

Doğrudan sermayeyle bazen karşıt, bazen birlikte hareket eden dolaylı sermaye veya portföy yatırımları hızlı mobilite özellikleri nedeni ile yüksek getirili gelişmekte olan ülke sermaye piyasası araçlarına yönelmektedirler. 1989–1993 döneminde ABD faiz oranlarındaki gerileme ile birlikte gelişmekte olan ülkelere girme cesareti gösteren portföy yatırımları öncelikle enflasyonu düşük, kamu açıkları yüksek olmayan ve yapısal reformları gerçekleştirmiş ekonomileri tercih etmektedirler. Ancak, portföy yatırımlarının yüksek mobilite özelliği girdiği ülkelerin makro ekonomilerinde ani iyileşmelerin yanında çıkışları da ani çöküntülere neden olabilmektedir.⁹⁸ Portföy yatırımlarının bu özellikleri dolayısıyla ekonomi çevrelerince sıkça tartışılmaktadır. Gülten Kazgan'a göre bu tür yatırımların amacı, para üzerinden para kazanmaktır. Üretime doğrudan katkı yapmadıkları için var olan gelirden pay alma biçiminde ortaya çıkarlar.⁹⁹

Yazara göre yapılan işlem, bilinen bir ifade ile sıfır toplamlı bir oyundan başka bir şey değildir. Dolayısıyla, yabancı portföy yatırımları hareketliliğinin yüksek olması nedeniyle dikkatle takip edilmesi gereken göstergelerden biri durumuna gelmiştir.

⁹⁵ Gülten Kazgan, *Türkiye Ekonomisinde Krizler:1929–2001*, Bilgi Üniversitesi Yayınları, Birinci Baskı, İstanbul, Eylül 2005, s.228.

⁹⁶ <http://www.geocities.com/vergilendirme/sicakpara.doc>(10.04.2011)

⁹⁷ Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*, s.375.

⁹⁸ SPK, *Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi*, SPK Araştırma Raporu, Ankara, 2007, s.13.

⁹⁹ Kazgan, *Türkiye Ekonomisinde Krizler:1929–2001*, s.227.

Türkiye’de portföy yatırımlarının özellikle 32 sayılı karar sonrası hareketlilik kazandığı, 1995 yılına kadar hisse senedi ve eurobond ağırlıklı finansal varlık kompozisyonunun, bu tarihten itibaren yabancıların devlet iç borçlanma senetlerine yönelmeleriyle değiştiği gözlenmektedir.¹⁰⁰

1.6.Sıcak Para Hareketleri

Sıcak para kavramı, ekonomi literatürüne 1974 yılında petrol fiyatlarının çok yüksek artışı sonucu petrol üreten ülkelerin gelirlerinin önemli ölçüde artması sonucu söz konusu ülkelerin kontrolündeki petro dolarlar ile girmiştir.¹⁰¹ Petrol fiyatlarının yükselmesi sonucu petrol üreticisi ülkelerdeki fon fazlası, üçüncü dünya ülkelerinin dış açıklarının önemli bir kısmını oluşturan petrol faturalarının finansmanı için söz konusu ülkelere yönelmesi için önemli bir neden ortaya çıkmaktaydı. Öyle ki ilgili dönemde petrol ihracatçısı ülkelerin fon fazlası ile petrol ithal eden ülkelerin dış ticaret açığı neredeyse biri birlerine yaklaşıyordu. Örneğin, 1974 ile 1980 yılları arasında petrol ihraç edenlerin fon fazlası 300 milyar dolar, az gelişmiş ülkelerin dış ticaret açığı 300 milyar dolara yükselmişti.¹⁰² Bu durum, çok uluslu ticari bankaların petrol fazlalarını dış ticaret açığı veren az gelişmiş ülkelere yönelmesini sağlamaya zemin hazırlarken, az gelişmiş ülkeler de bu fonlarla ithalatlarını sürdürmeye devam etmişlerdir. 1970’lerde ve 1980’lerde petro dolarlar, daha çok, ABD ve İngiltere bankalarına mevduat olarak yatırılmaktaydı. Büyük bir kısmı petrol ithalatçısı olan gelişmekte olan ülkelere kredi şeklinde verilen bu mevduatlar az gelişmiş ülkelerin borçlarını artırarak krizlerin oluşumuna katkı yaptıkları iddia edilmektedir. Kimi yazarlara göre, daha önceleri uluslar arası finans kuruluşları ve sanayileşmiş ülkeler tarafından gelişmekte olan ülkelere açılan kredilerin yerini alan petro dolarlar daha sonraları gelişmekte olan ülkelere hisse senedi ve tahvil alımına yönelmiştir. Sağlanan fon transferi uluslararası özel bankaların olduğu kadar, sanayileşmiş ülkelerin de isini kolaylaştırmış, kriz ortamında dahi ihracatlarını sürdürebilme imkânını bulmuşlardır.¹⁰³ Sonraları sıcak para olarak nitelenen bu tür sermaye akımları, kısa dönemde hareket kabiliyeti yüksek, akışkan ve spekülatif amaçlı bir finansal işlem olarak bilinir. Ancak, iktisat yazınında tam anlamıyla tanımı da yapılmamıştır.¹⁰⁴ Konuyla ilgili ilk çalışmalarda V.Corbo ve N.Hernandez, 1986–1993 verilerini kullanarak gelişmekte olan ülkelere giden sermaye akımlarını bütüncül bir biçimde ele almaktadırlar.

¹⁰⁰ SPK, *Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi*, s.38–39.

¹⁰¹ Kemal Kurdaş, *Bitmeyen Gafler ve Türkiye Ekonomisinin Çöküşü*, Birinci Baskı, Ankara, 2003, s.269.

¹⁰² Fikret Başkaya, *Kalkınma İktisadının Yükselişi ve Düşüşü*, Maki Basın Yayın, 5.Baskı, Ankara, s.134.

¹⁰³ Başkaya, *Kalkınma İktisadının Yükselişi ve Düşüşü*, s.135.

¹⁰⁴ www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E(12.04.2011)

Ekonomi literatüründe tam olarak tanımı yapılmamış olmakla birlikte, sıcak para olgusunun uluslararası kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketlerini ifade ettiği belirtilmektedir.¹⁰⁵

Kısa süreli olan bu spekülâtif hareketler günlük, haftalık, hatta saatlik olabilmektedir. Sıcak para kavramı, genel kabul görmüş bir tanım olmamakla birlikte, beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişmelere hızlı tepki veren sermaye akımları olarak bilinir. Dolayısıyla sıcak paranın miktarından ziyade ani hareketi önemlidir.

Bu bağlamda kısa vadeli sermaye hareketleri genellikle sıcak parayı ikame eden bir veri olarak kullanılmakta ise de aralarında önemli farklılıklar vardır. Kısa vadeli sermaye akımları reel sektör kredi işlemlerini de kapsamakta, ticari kredi benzeri kalemler sıcak para tanımına girmemektedir. Korkut Boratav, sıcak parayı, "arbitraj fırsatları arayan sermaye hareketleri" olarak tanımlamış, bu kategoriye giren mali araçları şöyle sıralamıştır: Hisse senetleri; kısa vadeli borç senetlerine yönelen portföy yatırımları; ticari krediler hariç, bankalara ve özel sektöre açılan kısa vadeli krediler; banka mevduatları; banka dışı diğer mevduatlardaki değişmeler. Merkez Bankası, Türkiye’de sıcak paranın büyüklüğünü hesaplarken, portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye akımları ve net hata ve noksan kalemlerini dikkate almaktadır. Kısa vadeli sermaye akımları ise bankaların yurt dışında kullandıkları kısa vadeli krediler, yurt içinde yerleşik bankaların ve bankacılık dışı özel sektörün yurt dışından kullandıkları kısa vadeli krediler ve yabancıların yurt içinde yerleşik bankalarda tuttıkları kısa vadeli mevduatlardaki değişmeleri ifade eder.¹⁰⁶

Sıcak paranın ayrıştırılması yapılırken kaynağına bakılarak, yerli ve yabancı kökenli oluşuna göre sınıflandırmak mümkündür. Sıcak paranın belirleyicisi yabancı kökenli sıcak para olduğuna göre bu guruba giren mali varlıkların belirlenmesi, konunun anlaşılmasını kolaylaştıracaktır.¹⁰⁷

Yabancı kökenli sıcak para, şu şekilde sınıflandırılmaktadır:¹⁰⁸ *Yabancıların hisse senedi ve kısa vadeli borç senetleri için yaptıkları portföy yatırımları; yerli bankalara açılan kısa vadeli krediler; özel sektöre açılan kısa vadeli krediler; yabancıların yurt içinde açtıkları mevduat hesapları.*

¹⁰⁵ <http://www.geocities.com/vergilendirme/sicakpara.doc>(10.04.2011)

¹⁰⁶ T.C.Merkez Bankası Para Politikası Raporu, 2005-I, s.28-29-30.

¹⁰⁷ <http://www.geocities.com/vergilendirme/sicakpara.doc>(10.04.2011)

¹⁰⁸ http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak_para(15.04.2011)

Yabancılar ve yerleşikler, ellerindeki dövizleri çok kârlı olduğu için bozdurup, Türk Lirası enstrümanlara yatırması ve risksiz saydıkları bir vade sonunda yeniden dövize dönerek, döviz bazında çok yüksek karlar elde etmektedirler.¹⁰⁹

Bir ülkeye kısa vadeli amaçla girip, elde ettiği kârı ülke dışına taşıyan bu tür spekülâtif sermaye akımları özellikle kırılgan ekonomilerde büyük felaketlere ve mali bunalımlara neden olmaktadır.¹¹⁰ Gülten Kazgan'a göre bu akımlar, dışarıdan içeriye veya içeriden dışarıya sınır tanımaksızın hareket ederken, ülkenin ekonomisinde de büyük inişlere ve çıkışlara neden olmaktadır. Giriş sırasında ekonomi, yapay bir biçimde büyürken, finansal stabilizasyonu bozmakta, çıkışı sırasında krizlere yol açmaktadırlar. Bu yüzden sıcak para hareketleri, ülke ekonomileri üzerindeki etkileri bakımından uluslararası finansal sistemin işleyişinde en zayıf halka olarak kabul edilebilir.¹¹¹

Ekonomi politikalarını bu sıcak paraya dayandıran ülkelerin döviz kurları aşırı değerlenmekte, ihracatı azaltıp, ithalatı artırmakta, ekonominin rekabet gücünü azaltmakta ve sonunda ulusal gelirin düşmesine neden olmaktadır.¹¹² Sıcak para hareketlerinin az gelişmiş ülkeler üzerindeki etkilerini inceleyen Gabriel Palma, sıcak para hareketlerinin, birbirleriyle etkileşim içinde olduğu çeşitli değişkenlerden söz etmiştir.¹¹³ Yazar, bu etkileşimi şöyle açıklamaktadır: Portföy yatırımları ve yerli bankalara verilen kısa vadeli kredilerin inanılmaz derecede büyümesi, faizlerin düşmesi, reel döviz kurunun hızlı bir biçimde değerlenmesi, tüketim patlaması, borsa içerisinde yapay büyüme, tasarrufların azalması, cari işlemler dengesinin bozulması, dış borcun büyümesi ve vadesinin kısılması, sonunda krizin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Çoğu gelişmekte olan ülkede olduğu gibi ülkeye gelen sıcak para miktarı başlangıçta yapay bir iyileşme oluşturmaya rağmen, ülkeyi terk ettiklerinde ekonomilerde büyük tahribata neden olabilmektedirler.

Bu gerçeği gerek Latin Amerika ülkelerinde, gerekse Güneydoğu Asya ülkeleri örneklerinde görmek mümkündür. Leblang ile birlikte 2003 yılında yayınladığı "Mahatir Haklı mıydı?" adlı çalışmasında sıcak para hareketlerinin, 1980 ile 1997 yılları arasında 21 ülkede ekonomik performansını inceleyen Barry Eichengreen'in ulaştığı sonuç,¹¹⁴ ekonomik çalkantı dönemlerinde sıcak para hareketlerine kısıtlama getiren ülkelerin bunu yapmayanlardan daha yüksek bir performans yakaladığı şeklindedir.

¹⁰⁹ Yaman Törüner, "Sıcak Para Kazanı Yeniden Isıtılıyor", *Akşam*, 15.01.2002.

¹¹⁰ <http://www.verginet.net/StandartIcerik.aspx?ID=5284>(12.04.2011)

¹¹¹ Kazgan, *Türkiye Ekonomisinde Krizler: 1929-2001*, s.229.

¹¹² Kurdaş, *Bitmeyen Gaflet ve Türkiye Ekonomisinin Çöküşü*, s.203.

¹¹³ http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak_para#Kaynak.C3.A7a(02.04.2011)

¹¹⁴ Eichengreen, "Sıcak Para ile Kalkınmak Mümkün mü?", s.34.

Barry Eichengreen, Türkiye'nin kısa vadeli sermaye hareketlerine sınırlama getirmesinin artık zor olduğunu, piyasaları bozacağını söylerken, Türkiye'nin, Malezya'yı değil, Şili'yi örnek alması gerektiğini bildirmiştir.

Çünkü Şili modelinde sıcak parayı kontrol altına almak için yabancı yatırımcılara faizsiz bir hesapta karşılık tutma zorunluluğu getirmişti. Bu düzenleme, katı bir uygulama değil, uygulanabilirliği olan basit bir vergi işlevi görmektedir. Eichengreen ve Choudhry'ye göre, sıcak para akımlarının negatif etkilerini önlemek için şu önlemlere başvurulmalıdır: Döviz kuruna daha fazla esneklik tanıma; sermaye hareketlerine sınırlama getirme; denetim sistemini güçlendirip bu konuda yoğunlaşma; merkez bankasının gelen dövizleri satın alması; faizleri düşürerek gevşek para politikası izleme; faiz dışı fazlayı artırıp sıkı maliye politikası uygulama; IMF ile bir program yapma. Yazarlar, bu sıralamayı yaptıktan sonra bu önlemlerin birçok ülkede uygulanmasına rağmen, sıkı bir maliye politikasının haricinde diğer önlemlerin ya yetersiz veya başka etkiler ortaya çıkardığını söylemektedirler. Son dönemlerde IMF'nin önerileri de bu yöndedir. Türkiye'de kısa vadeli sermaye girişleri sonucu sıcak paranın getirisi yükselmektedir. 1990 ile 1994 yılları arasında sıcak paranın getirisi ortalama %12'dir. 1995 ile 1999 yılları arasında ise %35,3'tür. 2002 ile 2003 yılları ortalaması alındığında ise sıcak paranın getirisi %50'ye ulaşmıştır.¹¹⁵ Türkiye yükselen piyasalar içerisinde sıcak para olarak adlandırılan ülkeler içerisinde kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerinin getirisinin en yüksek olduğu ülkelerden birisidir. Gülten Kazgan'a göre 2002–2003 yıllarında ülkeye giren her 10 doların 15 dolar olarak geri çıkışı yaşanmıştır. Türkiye'de sıcak paranın ne kadar olduğuna dair bir konsensüs oluşmamıştır. Bu hesaplamayı yapan taraflar aynı yöntemi uygulamalarına rağmen, asıl sorunun, nelerin sıcak para kapsamına dâhil edileceğidir. Bir kısmı sadece kısa vadeli sermaye hareketlerini değil, finansal kesimdeki birçok enstrümanı sıcak para kapsamında değerlendirmişlerdir.

—Bankalar da dâhil, özel kesimin döviz pozisyon açıkları sıcak para niteliğindedir.

—Sıcak para kapsamında değerlendirilen, yurtdışında yerleşiklerin portföyündeki hisse senetlerinin önemli bir kısmı yıllardır Türkiye'dedir. Bunların tümü sıcak para kapsamında değerlendirilmeyebilir.

¹¹⁵ Kazgan, *Türkiye Ekonomisinde Krizler: 1929–2001*, s.278.

—Yurt içinde yerleşikler tarafından bankalara ve özel finans kurumlarınca açılan Türk Lirası ve döviz tevdiat hesapları, kriz ortamında ani hareketler sergilediğinden bunları sıcak para kapsamında değerlendirmek gerekir.

—Türkiye'de yerleşiklerin, faizlerin yükselmesi halinde, değeri düşen tahvilleri ve bonoları elden çıkarmak istemeleri gözlenmiştir. Bunları da sıcak para kapsamında değerlendirmek gerekir.

—Ödemeler bilânçosunun net hata ve noksan kalemindeki tutarların tümü, sıcak para kabul edilmemelidir.

Kayıt dışı sermaye akımlarını temsil eden net hata noksan kalemi hareketlerinin kriz dönemlerindeki tepkisi dikkat çekicidir. Kriz yıllarında kayıt dışı sermaye çıkışının önemli ölçüde arttığı görülmüştür. 1993 yılında net hata noksan kalemi 6 milyar dolar artı bakiye verirken, 1994 krizinde 3,6 milyar dolar eksi bakiye vermiştir. Benzer şekilde 1997 yılında 2 milyar dolar artı, 1998 yılında 4 milyar dolar eksi, 2000 yılında 2,8 milyar dolar artı, 2001 yılında ise 12,2 milyar dolar eksi bakiye vermiştir. Net hata noksan kalemiyle temsil edilen kayıt dışı sermayenin kriz dönemlerinde çıkış yönünde hareket ettiği görülmüştür.¹¹⁶ Ankara Ticaret Odası'nın yaptığı bir çalışmaya göre, Türkiye'de sıcak paranın miktarı 88,1 milyar dolar olarak tespit edilmiştir. Sıcak para miktarı, 2007'de 15,7 milyar dolar, 2008'de 31,6 milyar dolar, 2009'da 58,1 milyar dolar, 2010 yılında ise 65,4 milyar dolar olarak hesaplanmıştır.¹¹⁷ Başka bir çalışmaya göre, 2006 sonunda 8,2 milyar dolar olan yabancıların kısa vadeli sermaye hareketlerinin 2007'de yüzde 93,4'lük artışla 15,9 milyar dolara, 2008'de yüzde 104,1'lik artışla 32,4 milyar dolara, 2009'da yüzde 79,1'lik artışla 58,1 milyar dolara yükseldiği tespit edilmiştir. Buna göre 2010 yılında sıcak paranın büyümesi yüzde 11,9 olarak gerçekleşmiştir. Ancak, 65 milyar dolar, 290,4 milyar dolarlık milli gelirin yüzde 22'sine denk gelmektedir. Dolaylı yabancı sermaye kapsamında değerlendirilecek diğer bir fon akım türü de, kısa vadeli sermaye hareketleridir. Sıcak para hareketleri ile kısa vadeli sermaye hareketlerini biri birinden ayıran unsurların neler olduğu konusunda kesin bir tanım yapılmamıştır. Merkez Bankası, Türkiye için kısa vadeli sermaye akımlarını sıcak para kapsamında değerlendirmektedir.

Sermaye hesabının liberalize edilmesinin sonucu olarak ortaya çıkan bu akımlar sermaye akımlarının belirleyicisi olarak görülmektedir. Ülkelerin çoğu, yurt içi finansal liberalizasyonu gerçekleştirdikten sonra sermaye hesabını tedricen libere etmişlerdir.

¹¹⁶ SPK, *Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi*, s.43.

¹¹⁷ [http://www.haber7.com/haber.php?haber_id=249750\(21.04.2011\)](http://www.haber7.com/haber.php?haber_id=249750(21.04.2011))

Yakın dönemde yapılan çalışmalar, sermaye giriş ve çıkışları ile farklı sermaye türleri arasında önemli bir fark olduğunu ortaya koymuştur. Örneğin, kısa ve uzun vadeli sermaye akımlarının liberalize edilmesinin yansımaları da farklı olmaktadır.¹¹⁸ Son yıllarda sermaye akımlarının çoğu, istikrarsız kısa vadeli akımlardır. Spekülatif nitelikli oluşları, ters yönde hareket etmelerine neden olmaktadır. Bu yüzden kısa vadeli sermaye hareketleri sürekliliği garanti değil, ama değişkenliği yüksek sermaye akımları olarak değerlendirilir.¹¹⁹

Etkileri bu kadar geniş olunca, gelişmekte olan ülkelerde en çok tartışılan konulardan biri, kısa vadeli sermaye hareketlerini engelleyen önlemlerin alınmasına yöneliktir. Kısa vadeli sermaye akımları, literatürde bir kısmı liberal, bir kısmı da ihtiyatlı olmak üzere birçok tartışmayı da beraberinde getirmektedir. Tartışmanın merkezi ise, özellikle kısa vadeli sermayenin ülkeden çıkışının engellenmesi ile ilgili noktada düğümlenmektedir. Ercan Kumcu'ya göre kısa vadeli sermaye hareketlerine kısıtlama getirme düşüncesi yanlıştır. Çünkü çıkışın engellendiği bir piyasada dolaylı olarak giriş de engellenmiş demektir. Yazara göre, kısa vadeli sermaye hareketlerinin serbest olmadığı bir ülkede uzun vadeli sermaye hareketleri de serbest olamaz. Kaldı ki giderek derinleşen ve genişleyen piyasalarda vadeler, birbirine karışmıştır. Hangi finansal aracın kısa vadeli, hangisinin uzun vadeli olduğunu belirlemek çok da kolay olamamaktadır. Örneğin, otuz yıl vadeli çıkarılmış bir bono, ikinci el piyasada işlem görerek kısa vadeli sermayenin etkilerine benzer bir etki oluşturur.¹²⁰

Son dönemde IMF'nin yapmış olduğu tespitler de bu düşüncüyü destekler niteliktedir. John Williamson ve Molly Mahar, 34 ülke üzerinde yaptıkları ampirik çalışmada, sermaye hesabı kapalı olan ülkeler kısa vadeli sermaye girişlerinin liberalizasyonu için şu koşulların gerçekleşmesi gerektiğini iddia etmişlerdir: Sermaye kontrolleri kaldırılmadan en az iki yıl önce ticari liberalizasyonun başlatılması; kontrollerin kaldırılmasına kadar, geçmiş üç yıl içinde mali açığın GSYİH'nın %5'inden fazla olmaması; deregülasyondan en az iki yıl önce yurt içinde finansal liberalizasyona gidilmeli; deregülasyondan en az iki yıl önce yabancı bankaların bankacılık sektörüne girmesine izin verilmeli; deregülasyondan en az iki yıl önce bankacılık sektöründe kamu mülkiyetinin %40'ın altına düşürülmesi; etkin bir düzenleme ve denetleme sistemine sahip olunması gerektiği.

¹¹⁸ Williamson, Mahar, *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, s.56.

¹¹⁹ Aslan, *Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri*, s.63.

¹²⁰ Ercan Kumcu, "Serbest Sermaye Hareketleri ile Yaşamak Zorundayız", *Radikal*, 17.09.2006.

1.7.Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketlerinin Nedenleri

Yatırımcılar, sermaye aktaracakları ülkelerdeki getiri oranının uluslararası getiri oranından görece yüksek olması durumunda yatırımlarını o ülkede yapma kararı almaktadırlar. Bu sermaye hareketlerinin meydana gelmesinin en önemli sebebidir.

Sermaye hareketlerinin yönü, büyüklüğü gelirin göreceli çekiciliğine olduğu kadar, yatırım işlemlerinin gerçekleştirilmesinin kolaylığına da bağlıdır. Finansal liberalizasyonlar sonrası sermaye hareketlerinin hacminde meydana gelen güçlü artış eğilimi bu nedendendir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin nedenlerinden biri de uluslararası portföy çeşitlendirmesidir. Bu finansal piyasaların entegrasyonunun devam edeceğinin ve yatırım portföylerinde yerel piyasanın esas olmayacağı bir göstergesidir. Finansal serbestleşme ve teknolojik gelişmeler sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin güçlü bir artış eğilimine girmesi genel bir kabul görmekle birlikte, bu hareketlere neden olan faktörler konusunda bir görüş birliği bulunmamaktadır.

Sermaye hareketlerindeki dalgalanmalara hem dışsal, itici faktörlerin, hem de içsel, çekici faktörlerin neden olma olasılığı bulunmaktadır. Sermaye hareketlerindeki artış, itici ve çekici faktörlerdeki bir iyileşmeden kaynaklanabileceği gibi, güçlü bir finansal entegrasyonu da yansıtabilir. 1970'lerden günümüze kadar olan dönemde itici ve çekici faktörler farklı zamanlarda göreceli olarak daha etkin olmuştur.

1.7.1.Çekici Faktörler

Çekici faktörler, gelişmekte olan ülkelerin gerek genel ekonominin gerekse mali piyasaları ile ilgili olarak daha etkin bir serbest piyasa ekonomisi yaratabilmek için yapmış oldukları reform hareketlerini ve cari piyasa koşullarını ifade etmektedir.

Bu faktörler, ilgili ülkelerin kendi piyasa koşullarını ifade etmektedir. Bu faktörler ilgili ülkelerin kendi mekanizmaları tarafından yaratılmış olduğundan çekici faktörler olarak anılmaktadır. Çekici faktörler, yabancı sermaye hareketlerini çekme bakımından itici faktörlere göre daha etkindir. Gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik altyapının kurulması ve mevzuatla ilgili olumlu değişiklikler ile makro ekonomik istikrarın sağlanması, mali piyasaların liberalizasyonu yolunda atılan adımlardır. Hızlı ekonomik büyüme ile gelişmekte olan ülkelere yönelik daha önce oluşturulan fonların ve yapılan direkt yatırımların yüksek getiriler sunması gelişen piyasalara yönelik yatırımcı güvenini ve yönelimini arttıran temel faktörler olmuşlardır.

1.7.2.İtici Faktörler

İtici faktörler, sermayenin getirisinin düşmesine dolayısıyla da daha yüksek getiri olanaklarından yararlanmak için ülkeyi terk etmesine neden olan faktörlerdir. Gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk, düşük faiz oranları, iş dünyasında ortaya çıkan olumsuz koşullar, ülke borçluları tarafından ihraç edilen varlıkların risk-getiri özelliklerindeki bozulma ve politik gerginlikler sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olan itici faktörlerden bazılarıdır. Gelişmiş ülkelere sermaye çıkışları genellikle, bu ülke ekonomilerinde dönemsel olarak yaşanan birtakım değişikliklerin varlık getirileri üzerinde geçici bir baskıya yol açmasına bir tepki olarak gerçekleşmektedir. Gelişmiş ülkelere dönemsel koşullar nedeniyle çıkan sermaye, ülke koşulları düzeldiğinde geri dönmektedir. Sermayenin gelişmiş ülkelere geri dönmesinde, ülke koşullarının düzelmesi ve yatırımların getirisinin artmasının yanı sıra, bu ülkelerin gelişmekte olan ülkelere karşılaştırıldığında daha gelişmiş ve etkin işleyen piyasalara sahip olması ve yeni kurulan, gelişimini henüz tamamlamamış olan piyasalara özgü riskleri taşımaması da önemli bir etkidir.¹²¹

Gelişmekte olan ülkeler incelendiği zaman ise öncelik o ülkelerin koşullarına ve risk durumuna göre değişmektedir. Gelişmekte olan ülkeler açısından, bu tür yatırımlar son derece etkin olmasına karşın bu ülkelerin piyasasına yönelen sermaye belli bir dönem sonunda geri dönme olasılığı da göz önünde tutulmalıdır. Çünkü gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelerdeki etkin ve gelişmiş piyasalara sahip olmadığından ortaya çıkan ani sermaye çıkışlarından olumsuz etkilenirler.¹²²

1.7.3.Çekici ve İtici Faktörlerin Önemi

Sermaye hareketleri hem küresel, hem de yerel faktörlerden etkilenmektedir. Ancak, bu faktörlerin göreceli önemi dönemler itibarıyla değişmektedir. Sermaye hareketleri hem yatırımcılara, hem de alıcılara önemli faydalar sağlarken, ekonomik durumlara olan duyarlılıkları ile de alıcı ülkeleri ani dönüşlere karşı zayıf hale getirmektedirler. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkeler, bir yandan sermaye girişlerinden en yüksek faydayı sağlamaya çalışırken, diğer yandan da ani dönüşlere karşı zayıflıklarını azaltacak ekonomi politikalarını uygulamaya çalışmaktadırlar. Sermaye hareketlerine neden olan itici ve çekici faktörlerin göreceli önemi, gelişmekte olan ülkelerin politika uygulamaları açısından büyük önem taşımaktadır.

¹²¹ İnandım, *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*, s.20–21.

¹²² Aslan, *Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri*, s.63.

Bazı ülkeler, kırılğanlıklarını ve zayıflıklarını azaltmak için, esnek döviz kuru sistemleri uygularken, bazıları yerel finansal sistemlerini, hem ani sermaye girişlerine aracılık edebilecek şekilde, hem de ani sermaye çıkışları ile baş edebilecek şekilde güçlendirmekte, bazıları ise sermaye giriş veya çıkışlarını sınırlamaktadırlar. Genel olarak çekici faktörlerden kaynaklanan sermaye hareketleri, itici faktörlerden kaynaklanan sermaye hareketlerinden daha durağan ve tahmin edilebilir bir yapıya sahiptir. Çekici faktörlerin ön planda olması durumunda, gelişmekte olan ülkeler sağlam ve sağlıklı makroekonomik ve finansal politikalar uygulayarak genişleme-daralma döngülerini en aza indirebileceklerdir. Ancak, sermaye hareketleri ağırlıklı olarak itici faktörlerden kaynaklanıyorsa, gelişmekte olan ülkeler ihtiyatlı politikalar uygulamaları durumunda bile beklenmeyen dışsal şoklara karşı zayıf olacaklardır. Bu nedenle söz konusu ülkeler dışsal şoklara karşı ihtiyatlı politikalarına ek birtakım önlemler almak durumundadırlar.¹²³

1.8.Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri

Gelişmekte olan ülkelerin yurtiçi tasarrufları kalkınmaları için yetersiz olunca, yabancı tasarrufları kalkınmanın finansmanı olarak görseler de yaşadıkları finansal krizlerde sermaye girişlerinin olumsuz etkilerini kabul etmektedirler. Bu yüzden son yıllarda yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkeler için sağlıklı bir ek finansman kaynağı olup olmadığı, ciddi şekilde tartışılmaktadır. Son yıllarda birçok gelişmekte olan ülkeye sermaye girişi dolayısıyla, söz konusu ülkeler ekonomik büyümelerini bu kaynaklarla finanse etmeye başlamışlardır. Sermaye girişleri gittiği ülkedeki makroekonomik gelişmelerden hem kendileri etkilenmiş hem de söz konusu ekonomilerin makroekonomik gelişmeleri etkilemişlerdir. 1990'lı yıllarda birçok gelişmekte olan ülkenin ekonomik ve mali krizle karşı karşıya kalması, bu ülkelerin uluslararası sermaye hareketlerini serbestleştirmesiyle aynı döneme rastlamaktadır. Bu bağlamda her iki değişken arasındaki ilişkiyi açıklamak, birçok çalışmanın konusunu oluşturmuştur.¹²⁴

1.8.1.Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri

Sermaye hareketlerinin enflasyon, büyüme, dış ticaret, döviz kuru, kredi hacmi, firmalar ve bankacılık kesimine olan etkileri dikkate alındığında denetleyici ve düzenleyici önlemlerin alınmadığı ekonomilerde istikrarsızlığa yol açabilmektedir. Son yıllarda, gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermaye hareketlerinde belirgin bir artış görülmektedir.

¹²³ İnandım, *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*, s.23.

¹²⁴ TCMB, Enflasyon Raporu, 2006-IV, s.17.

Ancak, söz konusu yabancı sermaye akımlarının gittiği ülkede ekonomik büyümeyi hangi yönde etkilediği konusunda literatürde bir fikir birliği oluşmamıştır. Yapılan teorik ve deneysel çalışmaların bir kısmı, bu tür akımların bazı ülkelerde ulusal piyasalardaki dinamiklerin etkisiyle ekonomik büyümeyi artırırken, başka ülkelerde de ekonomik krizlerin nedenleri arasında gösterildiğini ortaya koymaktadır. Bu yüzden, gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerini serbest bırakmaları sıkça tartışılan bir konudur. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini savunanlara göre, serbestleşme sayesinde verimli teknolojiler, yüksek gelirli ülkelerden düşük gelirlilere aktarılabilecek ve olumlu dış ilişkiler meydana gelecektir. Karşı olanlar ise, sermaye hareketlerinin mali krizlere neden olacağı düşüncesindedirler. Sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini araştıran çalışmaların bir kısmı, sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisini savunurken, bir kısım çalışmalar da ekonomik büyüme ile sermaye hareketleri arasında negatif bir ilişkinin olduğunu ileri sürmektedirler. Diğer bazı çalışmalar ise, gerçekte bu iki değişken arasında herhangi bir bağın olmadığını, sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerine etkisinin nötr olduğunu ortaya koymaktadırlar. D.Rodrik, 1975–1989 döneminde sermaye hareketlerini 100 ülke üzerinde yaptığı çalışma ile analiz etmiştir. D.Rodrik, umulanın aksine finansal sermaye hareketleri ile büyüme arasında sanıldığı gibi güçlü bir ilişkinin olmadığını ortaya koymaktadır. Beklentilerin aksine sermaye hareketleri içerisinde, sıcak para hareketlerini sınırlayan ülkeler daha güçlü bir performans gösterdiğini vurgulamıştır.¹²⁵ D.Rodrik'in bu bulgularını destekler nitelikteki çalışmaları, başka çalışmalarca da teyit edilmektedir. Moreno, Kaminsk ve Reinhart, Demirgüç-Kunt ve Detragiache tarafından yapılan çalışmalar, kısa vadeli akımların ülke ekonomileri üzerindeki olumsuz etkilerinden bahsederek, Gustav Papanek, sermaye akımları içerisinde ayırım yaparak, farklı sermaye türlerinin büyüme üzerindeki etkilerinin de farklı olacağını ortaya koymaktadır. Yazar, doğrudan yabancı yatırımların faydalarından bahsederek, sermaye girişlerinin yurtiçi tasarrufları artırdığı ölçüde ekonomik büyümeye katkı yapacağını ileri sürmektedir.¹²⁶ Paul Mosley tarafından 1969–1977 dönemini kapsayan, 83 ülke üzerinde yapılan bir çalışmaya göre sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki negatif çıkmıştır.¹²⁷ Jr. John Malcolm Dovling ve Ulrich Hiemenz'in çalışmalarına göre sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmıştır.

¹²⁵ [http://www.unctad.org/en/docs/prebisch8th.en.pdf\(23.04.2011\)](http://www.unctad.org/en/docs/prebisch8th.en.pdf(23.04.2011))

¹²⁶ Gustav Papanek, "Aid, Foreign Private Investment, Savings and Growth in Less Developed Countries", *Journal of Political Economy*, Vol:81, No:1, 1973, s.12–130.

¹²⁷ [http://www.unctad.org/en/docs/prebisch8th.en.pdf\(23.04.2011\)](http://www.unctad.org/en/docs/prebisch8th.en.pdf(23.04.2011))

Yazarlara göre uygun para, maliye ve dış ticaret politikalarının varlığı, sermaye akımlarının bu politikaları izleyen ülkelere yönelmesini sağlamaktadır.¹²⁸ J.Benson Durham, 1977–2000 dönemini kapsayan, 88 ülkenin verilerini kullanarak yaptığı deneye dayalı çalışmasında doğrudan yabancı yatırımlarının aksine, portföy ve diğer yabancı yatırımların ilgili ülkelerin ekonomik büyümesine hiçbir katkı yapmayıp, aksine olumsuz etki yaptığını ortaya koymaktadır. J.Benson Durham'a göre, portföy yatırımlarının olumsuz etkilerini azaltmada, gittiği ülkedeki ekonomik ve yasal koşullar önemlidir. G.Bekaert ve C.Harvey, portföy yatırımlarının gittiği ülkede makroekonomik koşulları olumlu etkilediğini ileri sürmüşlerse de, daha sonra yaptıkları çalışmada daha ziyade doğrudan yabancı yatırımların faydalarından bahsetmektedirler. Yazarlara göre, doğrudan yabancı yatırımlar, gittikleri ülkelere teknoloji ve yönetim deneyimlerini de götürmekte ve ev sahibi ülkede uzun süre kalma eğilimi taşımaktadırlar. D.Rodrik ve A.Valesco da, Gustav Papanek'in görüşlerine paralel olarak, sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye etkisinin, gelen sermayenin türüne göre farklılık arz edeceğini söylemişlerdir. A.Razin, E.Sadka ve C.W.Yuen, asimetrik verilerle geliştirdikleri modelde doğrudan yabancı yatırımların büyümeye olan etkisinin, pozitif ya da negatif olabileceğini ortaya koymuşlardır. S.Fisher ise, sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu söylerken, J.Bhagwati, yaptığı ampirik çalışma sonucunda finansal liberalleşme sürecine bağlı olarak, sermaye hareketlerinin ekonomik krizlere neden olduğu sonucuna varmıştır.¹²⁹ B.McLean ve S.Shrestha, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye olumlu katkı yaparken, uluslararası finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeyi artırdığı ve ticari kredilerin, büyümeyi olumsuz yönde etkilediğini ileri sürmüşlerdir.¹³⁰ J.Benson Durham'a göre, yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin olumlu ya da olumsuz olması büyük ölçüde gittiği ülkenin, yabancı sermayeyi mali ve kurumsal olarak içselleştirebilmesine bağlıdır. Örneğin, Blomstrom ve Borensztein tarafından belirtildiği gibi, yatırım yapılan ülkenin kalkınma ve dışa açıklık düzeyi, sermaye hareketlerinin başarısını artıracaktır.¹³¹ Yabancı sermayeyi çekmede ev sahibi ülkenin massetme kapasitesini yakalayan başlangıç şartları, ekonomik gelişme seviyesi, mevcut beşeri sermaye gelişimi, ticaret politikası, iktisadi büyüme oranı, yasal düzenlemeler ve genel hükümet politikasını içermektedir.

¹²⁸ Jr. John Malcolm Dowling, Ulrich Hiemenz, "Aid, Savings and Growth in the Asian Region", "The Developing Economies", Vol:21, No:1, 1983, s.3–13.

¹²⁹ J.Bhagwati, "The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Dollars", *Foreign Affairs*, 77, 1998, s.7–12.

¹³⁰ [http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2002-03.pdf\(20.03.2011\)](http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2002-03.pdf(20.03.2011))

¹³¹ [http://www.unctad.org/en/docs/prebisch8th.en.pdf\(23.04.2011\)](http://www.unctad.org/en/docs/prebisch8th.en.pdf(23.04.2011))

J.Benson Durham'a göre, yukarıda sayılan şartlar oluşmadığında doğrudan yabancı yatırımların faydası yetersiz kalmaktadır ve bu yüzden ev sahibi ülkeler doğrudan yabancı sermayeden faydalanmak için yeterli çekici kapasiteye ulaşmaları gerekmektedir. Gerekli başlangıç şartlarını oluşturmakta zorluk çekebilecek gelişmekte olan ülkeler için bu sonuç, kötümser olmaktadır. Abdul Waheed, literatürde yapılan çalışmalara bakıldığında, yabancı sermaye yatırımlarının gerek bütün olarak ve gerekse ayrı ayrı incelendiğinde, genellikle ekonomik büyümeye pozitif katkı yaptığını söylemektedir. Dünya Bankası'nın yaptığı bir çalışmaya göre de, sermaye akımlarının ülke içerisinde faktör verimliliğini ve sermaye birikimini artırdığı takdirde ekonomik büyümeyi pozitif etkileyeceği, sermaye girişinin yaşandığı ülkelerde bürokratik engeller, altyapı yetersizliği gibi nedenlerden dolayı sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyeceği ileri sürülmektedir.¹³²

1.8.2.Faiz Oranlarına ve Döviz Kuruna Etkisi

Teorik olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerindeki artış, iç piyasada likidite bolluğu yaratarak, faiz oranlarının düşmesine yol açması beklenirken bu beklenti gerçekleşmemektedir.¹³³

Nurhan Yentürk'e göre, faiz oranlarının düşmemesinin nedeni, gelen akımların reel sektöre yönelmek yerine spekülative alanlara yönelmesinden kaynaklanmaktadır. Yani, sermaye hareketleri beklenenin aksine birçok ülkede yatırımları finanse etmek yerine spekülative kazançlara yönelmektedir. Neoklasik teorinin öngördüğü "sermaye hareketleri, getirisi düşük olan ülkeden, getirisi yüksek olan ülkeye yönelerek her iki piyasada getiri farkı ortadan kalkıncaya kadar devam eder", önermesi gerçekleşmemektedir. Diğer yandan, sermaye akımlarının, gittiği ülkede dolarizasyonu artırması para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Bu durum ulusal paraya olan güveni azaltmakta ve faiz oranlarını yükseltmektedir. Faiz oranlarının yükselmesi ise, yatırımları caydırıcı etki ortaya çıkarmaktadır. Yüksek faiz oranları ve değerli döviz kuru, gelen sermayeye "arbitraj" alanı oluşturmakta ve yatırımları negatif yönde etkilemektedir. Ekonomi politikalarını yürütenlerin amacı para arzını kısıp, faiz oranları yükseltilerek harcamaların kısılmasını sağlayarak ekonomide makro denge sağlamaktır.

Ancak, sermaye akımlarının serbestleştiği bir ortamda bu durumun gerçekleşmesi mümkün olamamaktadır. Çünkü yüksek faiz hadleri yurtdışından yurtiçine doğru fon girişi sağlamakta, bu durum, para arzını genişleterek faiz haddini düşürmektedir.

¹³² <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2002-03.pdf>(20.03.2011)

¹³³ Uzunoglu, Alkin, Gürlesel, a.g.e. s.71.

Dolayısıyla harcamaları kısma politikası etkinsizleşmektedir. Ekonomiyi genişletmek üzere düşürülen faiz hadleri ise, fonların yurt dışına çıkmasına neden olmaktadır.

1990 yılından beri dış piyasalarda yükselen faizler, sermaye talebinin sermaye arzından fazla olmasına, dolayısıyla sermaye yetersizliğinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Sermaye arzı lehine gelişen bu durum, yatırımcıların seçici davranmasına neden olup, fonlarını uzun vadeli yatırımlar yerine kısa vadeli alanlara yöneltmesini özendirilmektedir.¹³⁴

Sermaye akımlarının yaşandığı ülkelerde uygulanan döviz kuru sistemi ister dalgalı, ister sabit olsun, gittiği ülkede döviz bolluğu oluşturarak o ülkenin ulusal parasını değerlendirir.¹³⁵

Döviz kurundaki bu değer kaybı, dış ticaret dengesini ülke aleyhine bozmakta, bu bozulma yüksek faiz düşük kur sisteminin çekiciliği artırmakta, sermaye hareketleri, dış ticaret ve cari işlemler açığının finansmanında kullanılmaktadır.¹³⁶

Kısa vadeli sermaye hareketleri, döviz arzını artırarak, ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açtığından, bu durum, ticareti yurt dışı sektörler lehine, yurt içi üreticiler aleyhine çevirmekte, rezerv birikiminde yapay artışa neden olurken yurt içi tasarruf birikimini azaltmaktadır. Sermaye girişlerinin yapay yollarla döviz arzını artırarak kuru düşürmesi, bilinen ekonomi yasalarının tersine kıt bir üretim faktörünün fiyatının düşmesine neden olmaktadır. Zira gelişmekte olan ülkelerde temel sorunların başında döviz kıtlığı gelmektedir.¹³⁷

1.8.3.Bankacılık Sektörüne Etkileri

Sermaye girişlerinin, bankacılık sektörü üzerinde iki önemli etkiye sahip olduğu savunulmaktadır. Bu etkilerden ilki, yüksek getirili bonoların satılarak dövize yönelmek suretiyle kredi hacminin genişlemesi; diğeri ise, banka varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki uyumsuzluğun sonucu olarak, kırılmanın artmasıdır.

R.Chang ve A.Valesco, finansal sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sonucunda ulusal bankalar, yurtdışı piyasalardan döviz cinsinden borçlanarak kredi hacimlerini genişletmekte, ancak verdikleri krediler, ulusal para cinsinden yapılırken,

¹³⁴ <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2002-03.pdf>(20.03.2011)

¹³⁵ <http://www.unctad.org/en/docs/prebisch8th.en.pdf>(23.04.2011)

¹³⁶ Uzunoğlu, Alkin, Gürlehel, a.g.e. s.73.

¹³⁷ <http://www.unctad.org/en/docs/prebisch8th.en.pdf>(23.04.2011)

yükümlülüklerinin döviz cinsinden olması banka bilânçolarının bozulmasına ve kur riskine maruz kalmalarına neden olacağını vurgulamaktadırlar.

Düşük döviz kuru bankaların yurtdışından borçlanmasına ve yurt içi kredilerini artırmasına neden olurken, dövize olan talebin yükseldiği dönemlerde açık pozisyonla çalışan bankalar, riskten korunmak için döviz talep etmeleri banka krizlerinin ortaya çıkmasının nedenlerinden sayılır. Döviz kurunda yukarı doğru hareketlenme meydana geldiğinde, yabancı para cinsinden döviz borcu olan bankaların dövize yönelmeleri kuru daha da yükseltmektedir. Bankaların yabancı para cinsinden fon toplamaları ve kredi kullandırmaları gibi işlemler, döviz kurlarındaki değişimler karşısında riskli olmaktadır. Sadece bilânço kalemlerinden ibaret olmayan nazım hesaplarında gösterilen ve bilânço dışı kalemleri de içeren yabancı para cinsinden alacak ve borçlarının net miktarı bankanın açık pozisyonunu gösterir.¹³⁸

Sermaye akımlarının yaşandığı ülkelerde bankalarca yurtdışı piyasalardan temin edilen krediler borç verilebilir fon miktarını yükselterek, yurtiçinde konut kredisi, taşıt kredisi ve tüketici kredilerinin hacmini artırmaktadır.

Bankaların, kredi kullandırmada daha esnek hareket etmeleri, tahsili geçmiş alacak miktarını yükselmekte, borçların geri dönüşüm oranını düşürmektedir. Diğer yandan, yüksek kamu açığının yaşandığı ülkelerde yüksek faiz, bankaları kamuya borç vermede motive edici bir unsur olmakta, bankalar, asli fonksiyonlarının dışına çıkarak ekonomide kaynak dağılımı bozulmaktadır. Bankacılık sektöründeki bu dönüşüm süreci, doğal olarak, finansal sistemde kırılma eğilimine yol açmaktadır. Özellikle kamu harcamalarının önemli bir bölümü, iç borç ile finanse ediliyorsa, bankalar geleneksel fonksiyonlarını bir tarafa bırakıp, kamuyu fonlayan bir mekanizmaya dönüşmektedir.¹³⁹

Sermaye girişleri sonucu, parasal otorite denetiminin zayıf olduğu gelişmekte olan ülkelerde özel bankaların varlıkları ile alacakları arasında vade yönünden uyumsuzluk görülürken, açık pozisyon ile çalışmak, bankalar için adeta olağan bir durum olarak görülmektedir.

¹³⁸ Cafer Kaplan, *Bankacılık Kesiminin Yabancı Para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği*, T.C.Merkez Bankası Yayınları, Ankara, 2002, s.6.

¹³⁹ Ö.Faruk Çolak, N.Hakan Ardor, Tuncay Mengü, "Finansal Kriz ve Bankalar", *Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı*, Cilt:1, Yıl:7, Sayı:41, Ankara, 2001, s.708.

Bankalar açısından açık pozisyonun anlamı, kredi stokundaki büyümenin mevduattaki büyümeden daha fazla olmasıdır.¹⁴⁰ Bu şekilde ortaya çıkan kredi genişlemesi, özel tüketimde genişlemeyi teşvik etmektedir.¹⁴¹ Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin önemli bir kısmı, bankalar aracılığıyla ekonominin diğer ünitelerine aktarılmaktadır. Bankalar, gerek yabancılardan elde ettikleri, gerekse döviz tevdiat hesaplarında topladıkları dövizleri, T.C.Merkez Bankası'na satarak Türk Lirası likidite temin etmektedirler. T.C.Merkez Bankası ise, döviz alımı sonucu piyasaya verdiği likiditeyi amaçlanan para politikası çerçevesinde "sterilize" etmek zorunda kalmaktadır. Bu durum, faizlerin yükselmesine ve yeni yabancı fonların girişine ortam hazırlamaktadır.

1.8.4.Kamu Açıklarına Etkisi

Kamu kesiminin sürekli artan açıkları yüksek finansman maliyetini ortaya çıkarmakta, yalnız bu kesimi tahrip etmekle kalmayıp, özel kesimin de üretkenliğini ve rekabet gücünü ortadan kaldırmaktadır.¹⁴² Sürekli yükselen finansman maliyetleri sayesinde kamu kesimi, adeta ponzifinansmana yönelerek, bütçe disiplini kaybetmektedir.¹⁴³ Yabancı sermaye akımlarının ülkeye girişiyle, iç piyasadaki likidite artışı, kamu harcamalarının kolayca finanse edilmesini sağlayarak, bu harcamaların artmasına neden olmaktadır. Örneğin, Türkiye'de 1990 yılından sonra bütçe açıkları normalin üstünde artış göstermesine rağmen, yabancı sermaye akımlarının, özellikle kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeye girişi sonucu, kamu harcamalarının finansmanı sorun olarak algılanamamış, açıkları azaltma yönünde önlem alınmadığı gözlenmiştir. Kamunun yüksek seviyedeki borçluluk düzeyi, bu açıklarını finanse edebilmesi için mali kesime teklif ettiği getirinin yüksek olması, kamuya borç verme hevesini artırmaktadır. Sermaye girişlerinin yaşandığı ülkelerde uygulanan maliye politikasının önemi daha da artmaktadır. Sermaye girişlerinden beklenen fayda, uygulanan sıkı maliye politikasının başarısına bağlıdır.

Yurtdışından gelen sermayenin ülkede tutulmasının önemli bir koşulu olan yüksek faizler, kamunun iç borç yükünü artırmaktadır.¹⁴⁴ Spekülatif amaçlı kısa vadeli sermaye girişleri, yüksek faiz-düşük kur sarmalı oluştururken, kamunun borç alma hevesini

¹⁴⁰ Kaplan, *Bankacılık Kesiminin Yabancı Para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği*, s.6.

¹⁴¹ Yakup Kepenek, Nurhan Yentürk, *Türkiye Ekonomisi*, Remzi Kitabevi, 18.Baskı, Ankara, Eylül 2005, s.221.

¹⁴² E.Balkan, F.G.Biçer, E.Yeldan, "Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy", *International Development Economics Associates session at METU International Conference on Economics*, Ankara, 2002, s.3.

¹⁴³ Alp, *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*, s.249.

¹⁴⁴ Uzunoglu, Alkin, Gürlesel, a.g.e. s.67.

artırmakta, borcun faiz ödemeleri kamunun transfer harcamalarını yükseltmektedir. Bu durum kamu bütçesi içerisinde yatırıma ayrılacak fonların azalmasına neden olmaktadır. Kamuda iç borçların finansmanında gerekli kaynağın teminindeki güçlükler, iç borcun maliyetinin yüksek oluşu, kaynak ihtiyacının temini için dış piyasalara yönelmeyi gerektirmiş, bu fonun temini de düşük kur yüksek faiz sürecini hızlandırmıştır.

Yüksek borçluluk, gelişmiş ülkelerde önemli bir sorun oluşturmaya da, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin derinleşmesine neden olmaktadır. Her ne kadar Maastricht ekonomik kriterlerine göre optimum sınır %60 olarak kabul edilse bile, söz konusu ülkelerin borçlanma olanaklarının sınırlılığı, bu oranın bile yüksek olduğu iddia edilebilir.

Söz konusu ülkelerde kamu açıklarının ekonomideki dengeleri bozmaması için faiz dışı bütçe fazlası oluşturulması zorunluluk halini almaktadır. Bu durum kamu yatırımlarının azalmasına yol açmaktadır.¹⁴⁵

1.8.5.Tüketim Harcamalarına Etkisi

Sermaye girişlerindeki artış, tüketimi ve cari açığı artırdığından yurtiçi tasarrufların düşmesine neden olmaktadır. Daha önce açıklandığı üzere, yabancı sermaye akımlarının yöneldiği ülkelerde görülen en belirgin özellik, gittiği ülkenin ulusal parasının değerini yükseltmesidir.¹⁴⁶

Bu durum, tüketim malları ithalatının genişlemesine neden olmaktadır. Ulusal paradaki aşırı değerlenme, yurtiçinde üretilen malları dış piyasalar için pahalı hale getirirken, yurt dışı malları ucuzlatmaktadır. Öte yandan, sermaye girişleri, bankaların borç verilebilir fonların hacmini artırması nedeniyle, kredi stokundaki artış, tüketim patlamasına yol açmaktadır. Sonuçta sermaye girişleri, hem yurtiçi hem de yurtdışı olmak üzere, her iki kanaldan da tüketimi artırıcı etki ortaya koymaktadır. Yerli paranın reel olarak değerlendirilmesi, gelişmekte olan ülkelerin dışa dönük büyüme ve ihracatı artırma çabaları ile çelişmekte, dış finansal serbestlik ile ihracatı geliştirme uygulamaları, taban tabana zıtlık oluşturmaktadır.

Sermaye hareketlerinin yaşandığı ülkelerde düşük kur-yüksek faiz olgusunun sonucu olarak bankaların verdikleri krediler, ağırlıklı olarak tüketici ve gayrimenkul kredilerinde yoğunlaşmakta, reel yatırımlara yönlendirilmemektedir.

¹⁴⁵ Alp, *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*, s.249.

¹⁴⁶ Uzunoglu, Alkin, Gürlesel, a.g.e. s.67.

Gelen sermaye ticarete konu olmayan sektörlere yönelmekte, hizmet sektörünün büyümesine neden olmaktadır. Son dönemlerde Türkiye'ye gelen yabancı fonların hizmetler sektörüne yönelmesi bu iddiayı desteklemektedir.

Sermaye hareketlerinin girişi sonucu bu kredilerden faydalanan belirli bir kesim için gelir kısıtını ortadan kaldırarak, gelirden daha fazla harcama yapmaya yönlendirmektedir. Sermaye teminindeki kolaylık, bankaları kredi verirken rasyonellik yerine, daha esnek davranmaları, tahsili gecikmiş alacak miktarını da yükseltmektedir.

Yoğun sermaye girişi, gelişmekte olan ülkelerde iç talebi artırıcı etki yaptığından, kredi artışının körüklediği iç talep artışı, bazı ülkelerde yatırımlar lehine bir durum ortaya çıkarsa da, bu artış, ticarete konu olmayan sektörlerin lehine yaşandığı söylenebilir.

1.8.6.Dış Ticaret Üzerindeki Etkileri

Yabancı sermaye yatırımlarının hangi türü olursa olsun, ev sahibi ülkenin dış ticaretini etkilemektedir. İşgücü verimliliğine, ücret dengesine, ihracatta sağlanan teşviklere duyarlı olan doğrudan yabancı yatırımların, dış ticaret dengesi açısından ihracatı artırıcı özelliğinden dolayı, gittiği ülke ekonomisine katkısı olduğu söylenebilir. Bütün dünyada olduğu gibi, 1980 yılı sonrasında Türkiye'de de ekonomik anlamda yaşanan yapısal değişiklik, gerek yabancı sermaye ile ilgili, gerekse dış ticaret ile ilgili önemli politika değişiklikleri yaşanmıştır.¹⁴⁷

Türkiye'de 1980 yılından itibaren uygulanan dışa açık büyüme politikalarının sonucunda, ihracat 1980 yılındaki 2,9 milyar dolar seviyesinden, yaklaşık on kat artarak, 2000 yılında 27,8 milyar dolara ulaşmıştır. 2009 yılında 85 milyar doları, 2010 yılında ise 100 milyar doları geçmiştir. İhracatın GSMH içindeki payı, yüzde 5'lerden yüzde 14'lere, dünya ticaretindeki payı yüzde 0,15'lerden yüzde 0,50'lere ulaşmış, ürün ve ülke yelpazesi de genişlemiştir.¹⁴⁸

Yine bu dönemde ihracat ile ilgili bürokratik engeller büyük ölçüde azaltılmıştır. Dış ticaret rejiminin liberalleştirilmesi, 1983 yılından sonra artan bir hızla sürdürülmüş, ihracat rejimi değiştirilerek, ihracat serbestisi prensibi getirilmiştir.

1990 yılında kambiyo rejimi daha da liberalleştirilerek Türk Lirası'nın konvertibilite özellikleri güçlendirilmiş ve 32 sayılı kararda yapılan değişiklikle, Türk Lirası ile ihracat ve ithalat serbest bırakılmıştır.

¹⁴⁷ <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/strateji/I-2.htm>(08.04.2011)

¹⁴⁸ Altun, Mutan, a.g.e. s.30.

Böylece, 1980 yılından sonra dış ticarete uygulanan kademeli serbestleşme ile finansal liberalleşmenin önemli bir bölümü de gerçekleşmiş olmaktadır. Ekonomik büyüme hızı ile cari işlemler açığı arasında yakın etkileşim söz konusudur. Ekonominin büyüdüğü dönemlerde hem ara malları ithalatında hem de yatırım malları ithalatında önemli ölçüde artış görülmüştür. Fatih Özatay'a göre, ekonominin daraldığı, ya da büyüme hızının düştüğü yıllarda cari işlemler hesabının fazla verdiği gözlemlenmiştir. Yazara göre, Türkiye'de büyüme ile ithalat arasında yakın ilişki, hem kısa dönemde hem de uzun dönemde çeşitli çalışmalarla da desteklenmektedir.¹⁴⁹

Türkiye, 1987 ile 2010 seneleri arasında GSYİH'nin %3.37'si oranında cari açık vermiştir. Tüm bu dönem içinde cari fazla verdiği yıl sayısı ise sadece üç yıldır. Bunlar da 1988, 1994 ve 2001 yılları, sırasıyla artan şiddette ekonomik krizin yaşandığı yıllardır. Sermaye hareketlerini serbestleştirdikten sonraki dönemde cari açığın GSYİH'ya oranı, önceki dönemlerden daha yüksek seyretmektedir. Bunun anlamı, sermaye hareketleri serbestleştikten sonra yabancı tasarrufların kullanımı artmaktadır.¹⁵⁰

1.8.7.Sermaye Piyasalarına Etkileri

Finansal ya da mali piyasa, para piyasası ve sermaye piyasası olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir. Para piyasasında kısa vadeli fon arz ve talebi bir araya gelmektedir. Bu piyasalarda vade genellikle bir yılı aşmaz. Başlıca araçları ise, para, döviz, repo-ters repo ve vadesi bir yıla kadar olan menkul kıymetlerdir. Sermaye piyasası ise, orta ve uzun vadeli fon arzının ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Araçları ise, hisse senedi, tahvil, hazine bonusu ve finansman bonusu gibi menkul kıymetlerdir.¹⁵¹ Yabancı yatırımcılar, bir ülkenin sermaye piyasasında yatırımcı tabanının genişlemesinin yanı sıra, sermaye akısının sağlanmasında önemli bir kaynaktır. Yabancı yatırımcıların varlığı, bir ülkede sermaye piyasasına duyulan güvenin bir göstergesi olarak da algılanabilir.

Türk Lirası'nın tam konvertibl bir para olmasından sonra, yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcıların İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda menkul kıymet alım satımını serbest bırakan bir politika izlenmiştir. Türk menkul kıymetleri üzerine yabancı portföy yatırımcılarının mali işlemlerine hiçbir sınırlama getirilmemiştir. 32 sayılı karar ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kote olan menkul kıymetler üzerinde işlem yapmak isteyen yabancı kurumsal ve bireysel yatırımcılara getirilmiş olan bütün sınırlamalar

¹⁴⁹ Fatih Özatay, "Cari İşlemler Dengesine İlişkin İki Yapısal Sorun ve Mikro Reform Gereği", *Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları Dergisi*, Yıl:1, Sayı:1, 2006, s.38-50.

¹⁵⁰ Hasan Ersel, "Tasarruf, Yatırım ve Cari Açık", *Referans*, 09.10.2006.

¹⁵¹ Para ve Sermaye Piyasasının Vergilendirilmesi, Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, s.18.

kaldırılmıştır. Bu düzenlemeyle, Türk hisse senetleri ve tahvil piyasaları, sermayenin ve kârların yurtdışına çıkarılmasına hiçbir engel getirilmeksizin yabancı yatırımcılara açık hale gelmiştir.¹⁵² Türkiye’de kısa vadeli sermaye girişi ve çıkışı, işlem hacminin büyüklüğü karşısında ulusal mali piyasaların göstergeleri, bağımsızlığını yitirmekte, kendine özgü gelişim imkânları ortadan kalkmaktadır. Örneğin, Türkiye’de IMKB endekslerinin gelişim seyri incelendiğinde, borsadaki dalgalanmalarla, spekülâtif kısa vadeli sermaye girişinin hacmi arasında yakın bir korelasyon olduğu görülür. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda gözlenen bu işlem artışı, reel üretimden kaynaklanmayıp, doğrudan doğruya dış kaynaklı spekülâtif hareketlere bağlı bir görünüm arz eder.¹⁵³ 2001 yılı finansal krizi sonrası dönemde portföy yatırımlarının daha önceki yıllarda gözlemlenmeyen ölçüde büyüdüğü görülmektedir. Türkiye’nin makro ekonomik dengelerindeki iyileşme, Avrupa Birliği ile üyelik görüşmelerinin devamı ve IMF ilişkilerinin normal seviyesinde ilerlemesi uluslararası piyasalarda Türkiye’ye güveni artırmış, artan güven ortamında hazine rahat borçlanabilir konuma gelmiştir. Eurobond alımlarındaki 2001 sonrası dönemdeki artışları bu bakış açısı ile değerlendirmek gerekir. 2007 ile 2009 yılları arasında yabancıların hisse senetlerine olan ilgisi oldukça yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. 2007 yılında 900 milyon dolar net alımda bulunan yabancılar 2008 yılında 1,4 milyar dolar, 2009 yılında ise 5,7 milyar dolarlık net alımda bulunmuşlardır. Ancak, 2010 yılının Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan finansal türbülânsla birlikte yabancıların hisse senedi net alımlarının 2009 yılına göre önemli oranda gerilediği görülmektedir. 1999 yılında 15.358 dolar olan yabancıların saklama bakiyeleri 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik krizin etkisiyle azalmaya başlamış, ekonomide düzelmelerin sağlanmasıyla 2003 yılından itibaren artış göstermiştir. Saklama bakiyelerinin artması yeni sermaye girişinden kaynaklanmaktadır. 2010 yılı itibarı ile yabancılar 16.141 milyar dolar portföy tutarı ile başlamış, yılsonunda 33,8 milyar dolar portföy değerine ulaşmışlardır.

Bu tutarın bileşimine baktığımızda, 5,8 milyar dolarlık kısmı yabancıların 2010 yılı içerisindeki yatırım tutarını, 11,9 milyar dolarlık kısmı ise portföy değerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. 16.141 milyar dolarlık tutar ise, yabancıların dönem başı portföy tutarını oluşturmaktadır.¹⁵⁴

¹⁵² <http://www.imkb.gov.tr/uyeler/portfoy.htm>(20.03.2011)

¹⁵³ Erinç Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, İletişim Yayınları, İstanbul, 2004, s.139.

¹⁵⁴ Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, TSPAKB, s.145.

Diğer önemli bir gelişme de, 2000, 2001, 2002 kriz yıllarında yabancı yatırımcının zarar ettikleri yönünde yapılan tespittir. Yabancı yatırımcıların ortalama yatırım vadesi incelendiğinde, hisse senetlerini ellerinde tutma süreleri yıllar itibariyle giderek kısalmıştır.

1999 yılından itibaren bu sürenin giderek azaldığı görülmektedir. Örneğin, 1999 yılında 283 gün olan ortalama elde tutma süresinin 2010 yılında 196 güne gerilediği görülmektedir. Yabancı yatırımcılar, daha fazla işlem hacmini tercih ettiklerinden, yatırımların ortalama vadesi kısalmıştır. 2000 ve 2001 yılları, ekonomide krizlerin yaşandığı yıllar olması nedeniyle bu durumu olağan kabul etmek gerekir.

Ancak, 2003 yılından itibaren portföy yatırımlarındaki artışa rağmen, yabancıların elde tutma sürelerini kısaltmaları takip eden yıllarda da devam etmiştir. Böyle bir durum, Türk sermaye piyasalarındaki yüzeyselleşmenin bir sonucu olarak açıklanabilir. Yabancıların işlem hacimleri artarken, hisse senedi devrinin yükseldiğini ve uzun süreli hisseleri elde tutma yerine daha kısa vadelerle hareket ettikleri görülmektedir.

Örneğin, 1999 yılında 2.58 olan devir hızı, 2010 yılında 3.73'e yükselmiştir. Bu durum, gelişmekte olan ülkelere ve özellikle Türkiye'ye son yıllarda yönelen küçük ve orta ölçekli fonların gelişmeler karşısında hızlı tepki verdiklerini ve hisse senedi alım ve satım kararlarını verirken sürü psikolojisi ile hareket ettiklerini göstermektedir.

1.9.Sermaye Hareketlerine Getirilen Kısıtlamalar

Sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar, sermayenin yönünü ve miktarını belirlemek amacıyla, kamu otoritesi tarafından yapılan düzenlemeleri kapsar. Ülkeler; ekonomik ve politik amaçlarını gerçekleştirme amaçları doğrultusunda sermaye hareketlerini kısıtlayabilmektedirler. Doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girişi teşvik edilirken, kısa vadeli sermaye girişlerinin genel ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin önlenmesi amacıyla bu tür sermaye akımlarını kısıtlayıcı düzenlemeler gündemde tutulmuştur. Özellikle 1970'li yılların başlarına kadar sermaye kontrollerinin bir politika aracı olarak kullanıldığı görülmektedir.

Bretton Woods sisteminin, geçerliliğini kaybetmesiyle, gelişmiş ülkeler sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaları azaltmaya başlamışlardır. Müteakip yıllarda da gelişmekte olan ülkeler, kısıtlamaları kaldırmışlardır.¹⁵⁵

¹⁵⁵ [http://kosbed.kou.edu.tr/sayi3/vergil.pdf\(19.03.2011\)](http://kosbed.kou.edu.tr/sayi3/vergil.pdf(19.03.2011))

Sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaların kaldırılması geliştirmekte olan ülkelere yeni fırsatlar sunmakla birlikte, kısa vadeli sermaye hareketleri ekonomik krizlerin yayılmasında etkili olmuştur. Bu bağlamda uluslararası sermaye gittiği ülkeye hem fırsatı hem de riski beraberinde götürmüştür.¹⁵⁶

Sermaye kontrollerini kaldıran ülkeler önce ticarete getirilen kısıtlamaları, sonra da doğrudan yabancı yatırımları ve portföy yatırımlarını, en son olarak da kısa vadeli sermaye üzerindeki kontrolleri kaldırmışlardır.¹⁵⁷

Birçok ülkede sermaye hareketlerine farklı nedenlerden dolayı kısıtlama getirilmektedir. Bu kısıtlamaların nedenleri şöyle sıralanabilir: Birincisi; sermaye hareketlerine getirilen sınırlamalar ödemeler dengesi sorunlarının çözümüne yardımcı olmaktadır. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanan döviz şoklarının etkisi sermaye kontrolleri ile azaltılmaktadır.

İkincisi; sermaye kontrolleri hükümetlerin mali aktiflere, elde edilen gelire ve servetlere vergi koyma gücünü artırmaktadır. Üçüncüsü; özellikle uluslararası finansal kuruluşların kredilendirmede sıkça dile getirdikleri yapısal istikrar programlarının uygulanmasını kolaylaştırmak amacıyla da sermaye hareketleri kısıtlanabilmektedir.¹⁵⁸

John Williamson ve Molly Mahar, sermaye akımlarının etkilerinden söz ederken ülke içine ve dışına yönelik akımlar, uzun ve kısa vadeli akımlar, banka ve banka dışı akımlar, gibi bir ayrımına tabi tutmaktadırlar. Yazarlar, uzun vadeli yurt içine yönelik ve ticaretle bağlantılı akımlar üzerinde sermaye kontrollerinin bir an evvel liberalize edilmesini önermektedir.¹⁵⁹ Yazarlara göre, sağlam bir kamu maliyesi kurulmadan, batık kredi problemi çözülmeden, yurt içi faiz hadleri ile dünya faiz hadleri biri birlerine yaklaşmadan sermaye çıkışları üzerindeki kontroller kaldırılmamalıdır. G.Corsetti, P.Pesenti, N.Roubini, uluslararası portföy yatırımcılarının hareketlerinin çıkan krizlerde rolünü incelemişler ve önemli bulgular elde etmişlerdir.

¹⁵⁶ İsmail Aydoğuş, "Global Büyüme ve Kriz", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:2, Sayı:1, 2000, s.29.

¹⁵⁷ Ömer Cihan, *Geliştirmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri*, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, 2005, s.43.

¹⁵⁸ Aslan, *Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri*, s.55.

¹⁵⁹ Williamson, Mahar, *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, s.57.

Elde ettikleri ampirik sonuçlar büyük yatırımcı guruplarının birlikte davranış ve strateji sergilediklerini ve 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerde etkili olduğunu ortaya koymuşlardır.¹⁶⁰

Paul Krugman ise, "sermaye hareketlerine getirilen denetimlerin kötü bir şey olduğunu düşünürüm, ama bu uygulama alternatiflerinden daha iyidir" diyerek sermaye akımlarının denetlenmesi gerektiğini savunmuştur.¹⁶¹

Sermaye hareketlerine belirli bir disiplin çerçevesinde müdahale eden düşüncelerin temelinde, bu tür akımların spekülative etkisini azaltmak ve reel ekonomi üzerindeki negatif yansımalarını bertaraf etme düşüncesi vardır. Dış finansal serbestliği benimsemiş ekonomilerde döviz kurunda dengesizliğe yol açan amir faktör, yurt dışı piyasalardır. Bu piyasaların yerel piyasalardaki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla bir kısım öneriler ortaya atılmıştır. Sermaye hareketlerine getirilen doğrudan kısıtlama önerileri iki şekilde gerçekleşmektedir: Kantitatif kısıtlamalar ve vergi nitelikli kontroller.¹⁶² Kantitatif kısıtlamalarda yurt dışından fon girişi ve yurt dışına fon çıkışları yasaklanmaktadır. Genellikle ani sermaye çıkışlarında döviz kurundaki dalgalanmanın önüne geçmek amacıyla kullanılmaktadır. 1997 yılında Malezya'nın açıkladığı kontroller, kantitatif kısıtlamalara örnek gösterilebilir. Malezya 1997 yılında spekülative amaçlı ülkeye gelen sermayenin engellenmesi doğrultusunda doğrudan kısıtlamalar getirmiştir. Malezya örneğinde olduğu gibi, Şili ve Kolombiya da, sermaye hareketlerinin etkilerini azaltmak amacıyla sermaye kontrolleri uygulamışlardır. Şili ve Kolombiya uygulamalarında sermaye hareketleri ülkeye girerken, Malezya uygulamasında ise sermaye hareketleri ülkeden çıkarken kontrole tabi tutulmuştur. İki Latin Amerika ülkesi, kazançsız rezerv gereksinimi gibi dolaylı kontrolleri kullanırken, Malezya, doğrudan kontroller kullanmıştır. İki Latin Amerika ülkesi sermaye hareketlerine karşı Malezya ile karşılaştırıldığında daha ılımlı önlemler aldığı söylenebilir. Şili ve Kolombiya, kısmen başarılı olurken, Malezya'nın ise tam anlamıyla başarılı olduğu değerlendirilmektedir.¹⁶³

Vergi nitelikli kontroller ise yabancı sermaye hareketlerinin maliyetini yükselterek sermaye hareketlerinin kısıtlanmasına yönelik önlemleri kapsar. Şili'nin 1991 yılında tüm sermaye girişlerine vergi koyması bu tür kontrollerin en belirgin örneğidir.

¹⁶⁰ Erinç Yeldan, "Kriz Dinamikleri ve Yapıcı Yıkım", *Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı*, Cilt:1,Yıl:7, Sayı:41, Ankara, 2001, s.696.

¹⁶¹ Paul Krugman, *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü*, Çeviren: Neşenur Domaniç, Literatür Yayınları, Üçüncü Baskı, İstanbul, 1997, s.22.

¹⁶² Cihan, *Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri*, s.66.

¹⁶³ www.ispanyol.com/finansal_sermaye_kontrolleri/finansalsermayekontrolleri.asp(13.04.2011)

Günümüzde vergiler, devlete gelir sağlamanın yanında, ekonomik, sosyal ve bazen de politik hayata yön vermenin bir aracı haline gelmektedir. Gelir dağılımında adaleti sağlama, yatırımları ülke genelinde konumlandırma, enflasyonu düşürme ve ödemeler bilânçosu açıklarını azaltma gibi bir dizi amaca yönelik olarak vergiler alınabilmektedir.¹⁶⁴

Spekülatif amaçlı uluslar arası dövizli akımların vergilendirilmesi konusunda ilk olarak 1978 yılında Nobel ödüllü Amerikalı iktisatçı James Tobin tarafından ortaya atılan bu vergi, mevcut konjonktürün de etkisiyle döneminde çok rağbet görmemiştir. Ancak, 1990 yılından sonra ortaya çıkan krizlerde spekülatif amaçlı fonların olumsuz etkilerine herkes inanmaya başlayınca, bu vergi uluslararası kuruluşlar da dâhil, ekonomik ve mali çevrelerde tartışılmaya başlanmıştır. Son yıllarda ortaya çıkan döviz hareketlerinde önemli bir artış yaşanmaktadır ve bu sermaye akımlarının büyük bir kısmı spekülasyon amaçlıdır. Bu durum, sermaye akımları karşısında ülkeleri savunmasız bırakmaktadır. Ayrıca, finans piyasalarında yaşanan serbestleştirme, bu piyasalardaki kırılganlığın artmasına, finansal krizlerin, oradan da reel ekonomik krizin ortaya çıkmasına ve sonuçta bütün ekonomiyi etkilemekte, çöküntüye neden olmaktadır. İşte spekülatif amaçlı sermaye hareketlerinden alınacak vergiler yukarıda saydığımız programların realize edilmesi için bir kaynak oluşturabilir.¹⁶⁵ Dünyada ortaya çıkan krizlerin etkilerini azaltma yönünde uygulanan istikrar programlarının önemli bir unsuru da vergiler olmuştur. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin ortaya çıkardığı dengesizlikleri gidermede sermaye hareketlerinin vergilendirilmesi gündeme taşınmıştır.¹⁶⁶

John Maynard Keynes'e göre, finansal piyasalarda uygulanacak işlem vergisi kısa vadeli sermaye hareketlerini engeller ve uzun vadeli sermaye akımlarını artırıcı yönde etki eder. John Maynard Keynes'e göre, hisse senedi piyasalarında uygulanacak böyle bir vergi kısa vadeli alım-satım yapanları negatif yönde etkileyecek, diğer yatırımcıları etkilemeyecektir. Örneğin, %1 oranında bir işlem vergisi, her gün sürekli işlem yapılıyorsa bir haftada %180 kadar bir oranda işlem maliyetlerini artırır; oysa 10 yıllık uzun vadeli bir yatırımda efektif vergi oranı %2 gibi çok düşük bir orana tekabül eder.¹⁶⁷ Tobin'e göre bu vergi, uluslararası alanda bütün ülkelerde aynı oranda alınmalı ve değişik hükümetler tarafından kendi toprakları üzerinde gerçekleşen işlemler, hangi döviz cinsinden olursa olsun bütün işlemler için geçerli olmalıdır.

¹⁶⁴ www.sgb.gov.tr/calismalar/yayinlar/md/md142/ekonomikkrizlere.pdf(15.03.2011)

¹⁶⁵ Şükrü Kızılot, Mustafa Durmuş, *Ekonomik Kriz ve Kamu Maliyesi, Kriz ve IMF Politikaları*, İstanbul, 2002, s.133–135.

¹⁶⁶ www.sgb.gov.tr/calismalar/yayinlar/md/md142/ekonomikkrizlere.pdf(16.03.2011)

¹⁶⁷ Kazgan, *Türkiye Ekonomisinde Krizler: 1929–2001*, s.312.

Verginin maliyeti, mali varlığın elde tutulma dönemi ile ters orantılı olduğundan spekülasyonu yavaşlatacaktır. Sermaye hareketi ne kadar kısa vadeli olursa, verginin maliyeti de o kadar fazla olacaktır.¹⁶⁸

1990'lı yıllarda ortaya çıkan finansal krizlerde kısa vadeli sermaye hareketleri ve özellikle de döviz spekülasyonlarının etkisinin çok yüksek olduğu, ekonomik çevrelerde genel kabul gören bir görüştür. Uluslararası piyasalardaki sermaye hareketlerinin büyük bir kısmı kısa vadeli ve spekülasyon amacı taşıdığından bu tür akımların, en güçlü ekonomileri bile olumsuz etkileyeceği kesindir.

Zira bu tür akımlara karşı koyabilmek için ülke rezervlerinin güçlü olması gerekir. Oysa spekülasyon amaçlı sermaye akımlarının miktarı dünya merkez bankalarının sahip olduğu rezervlerden daha fazladır. Durum böyle iken merkez bankalarının etkin bir para politikasını izlemesini beklemek aşırı iyimser bir yaklaşım olur.¹⁶⁹

Ekonomik krizlerle birlikte sıkça vurgulanan kısa vadeli sermaye hareketlerinin denetlenmesinde önemli bir etkiye sahip olan bu tür vergilerin yatırımın vadesi kısaldıkça yüksek, vadesi uzadıkça düşük oranlı bir verginin alınması savunulmaktadır.¹⁷⁰

International Bank of Settlement'in yaptığı çalışma sonucu, döviz piyasasında yapılan işlemlerin %80'i yedi gün ve daha kısa, %40'ı ise iki gün ve daha kısa süreli işlemlerden oluşmaktadır.¹⁷¹ Tobin vergisini savunanlara göre bu vergi küresel mali piyasaların yönetiminde katalizör görevi yapar.

Çünkü vergi kısa vadeli spekülatif sermaye akımları üzerinden alınırken, bu fonların yıkıcı etkisi azaltılmakta, piyasaları sakinleştirerek ani sermaye çıkışlarını caydırarak ulusal para otoritesini güçlendirmektedir.¹⁷² Tobin vergisini uygulamanın avantajlarını savunanlara göre, uygulama güçlüğünü savunanların argümanına karşı olup, bu vergiyi uygulamanın söylendiği kadar zor olmadığıdır. Nitekim dövizli işlemlerin büyük bir kısmı sınırlı sayıda piyasalarda az sayıda banka tarafından yapıldığından verginin tahsilâtı iddia edildiği gibi zor olmayacaktır. Verginin uygulanması ile ilgili yapılan eleştirilerde, eğer bir vergi konulacaksa bütün hükümetlerin bunu tam olarak uygulamaları gerekir. Konulacak bir vergi dünya çapında olmalı ve tek tip vergi olmalıdır. Tobin vergisinin uygulaması aşamasında da bir kısım sorunlarla karşılaşmaktadır.

¹⁶⁸ <http://www.Verginet.net/StandartIcerik.aspx?ID=5284>(12.03.2011)

¹⁶⁹ Kızılot, Durmuş, *Ekonomik Kriz ve Kamu Maliyesi, Kriz ve IMF Politikaları*, s.129.

¹⁷⁰ www.sgb.gov.tr/calismalar/yayinlar/md/md142/ekonomikkrizlere.pdf(16.03.2011)

¹⁷¹ <http://www.geocities.com/vergilendirme/sicakpara.doc>(10.04.2011)

¹⁷² Kızılot, Durmuş, *Ekonomik Kriz ve Kamu Maliyesi, Kriz ve IMF Politikaları*, s.135.

Her şeyden önce, vergi matrahının hangi işlemler için uygulanacağı, merkez bankalarının, kamu kurumlarının ya da uluslararası kuruluşların piyasalarda gerçekleştirecekleri işlemler, vergiye tabi olacak mıdır? Yoksa bütün mali işlemler mi vergilendirilecektir?

Yine bu çerçevede vergilenebilir işlemlerin de ne olacağı konusunda sorular akla gelmektedir. Sadece döviz alım satım işlemlerine vergi getirilmesi halinde döviz piyasalarındaki işlemlerin türev piyasalara kayma gibi riskleri bulunmaktadır.¹⁷³

Tobin vergisi, geçmişte sadece Fransa'da, Şili'de ve Malezya'da çeşitli şekillerde uygulanmıştır. Günümüzde bazı gelişmiş ülkeler, Dünya Bankası, IMF, G-8 ve G-20 gibi ülke ve organizasyonlar bu verginin uygulanabilirliğini gündemlerine taşımışlardır.¹⁷⁴

Günümüzde bu verginin uygulanmasına her ne kadar karşı çıkılsa da, bu tepkinin, teknik nedenlerden çok siyasi nedenlere dayandığı söylenebilir.¹⁷⁵ Bu vergiyi eleştirenlere göre, günümüzde yaşanan yüksek oranlı devalüasyonların motive ettiği kâr beklentisi, %0,1 ile %0,5 arasında bir verginin spekülatif atakları caydıramayacağıdır. Son yıllarda Tayland'da ve Endonezya'da %50, Brezilya'da %40 ve Türkiye'de %140 oranında yapılan devalüasyonlardan sonra yüksek kâr beklentisi küçük oranda alınacak bir verginin işlemin yapılmasını engellemeyeceğidir.¹⁷⁶

Tobin vergisine yöneltilen diğer eleştirileri şöyle sıralayabiliriz: Birincisi, bu vergilerin piyasadaki hassasiyeti düşürdüğünü gösteren çok az gösterge vardır. Dolayısıyla vergi spekülatif atakların önüne geçemez. Bu görüş, IMF kaynaklı bir görüştür. İkincisi, vergiden kaçınma ve sermayenin vergi cennetlerine kayma endişesi de vardır.¹⁷⁷ Bu verginin uygulanmasıyla vergiden kaçınmanın ortaya çıkacağı ve sermayenin vergi bağışıklığı olan bölgelere kayacağıdır.¹⁷⁸

Çok tartışılmasına rağmen henüz uygulanmayan bu vergi, Türkiye'de dalgalı kur sistemine geçiş ile birlikte daha yakından hissedilen döviz kuru dalgalanmaları sorununa rağmen henüz tanınmamakla birlikte, spekülasyondan kaynaklanan döviz kuru ataklarının engellenmesinde piyasa kaynaklı çözüm yöntemi olarak uluslararası akademik çevrelerde giderek daha fazla destek bulmaktadır.

¹⁷³ [http://www.Verginet.net/StandartIcerik.aspx?ID=5284\(12.03.2011\)](http://www.Verginet.net/StandartIcerik.aspx?ID=5284(12.03.2011))

¹⁷⁴ Zeynep Arıkan, Hatice Yurtsever, "Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesine İlişkin Bir Öneri", *Vergi Sorunları Dergisi*, Sayı:189, 2004, s.131-132.

¹⁷⁵ [http://www.Istanbul.edu.tr,iktisat/Maliye/bulten7/tobinvergisi.html\(06.04.2011\)](http://www.Istanbul.edu.tr,iktisat/Maliye/bulten7/tobinvergisi.html(06.04.2011))

¹⁷⁶ Kızılot, Durmuş, *Ekonomik Kriz ve Kamu Maliyesi, Kriz ve IMF Politikaları*, s.137.

¹⁷⁷ [http://www.Verginet.net/StandartIcerik.aspx?ID=5284\(12.03.2011\)](http://www.Verginet.net/StandartIcerik.aspx?ID=5284(12.03.2011))

¹⁷⁸ Kızılot, Durmuş, *Ekonomik Kriz ve Kamu Maliyesi, Kriz ve IMF Politikaları*, s.138.

1.10.Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Krizler

Yirminci yüzyılın ortalarına kadar ekonomi literatüründe krizler, talep yetersizliği, teknolojik ilerleme veya kâr haddi gibi reel ekonomik değişkenlere bağlanmaktaydı. Günümüzde ise para ve döviz piyasalarında, borsalarda, bankacılık sisteminde ve sıcak para hareketlerinde meydana gelen ve finansal piyasalarda başlayan giderek de reel piyasalarda etkisini gösteren kriz türleri ortaya çıkmıştır.¹⁷⁹

1990'lı yıllarda giderek yaygınlık kazanan parasal krizler, artık, günümüzde olağan bir durum olarak algılanmaktadır. Art arda yaşanan krizler, ortak özellikler taşımakla birlikte, her yeni kriz yeni tartışmaları da birlikte getirmektedir. Öyle ki iktisatçılar, iş dünyası, uluslararası finans kuruluşları ve politika yapıcılarının artık kriz teorilerini nesillere ayırarak incelemeleri olağan bir durum olarak görülmektedir. Dünyada yaşanan ekonomik krizler, 1980 öncesinde daha çok talep ve maliyet krizleri şeklinde ortaya çıkarken günümüzdeki krizlerin finansal karakterli olması, özellikle sermaye akımlarını uluslararası rekabete açan ülkelerde finansal krizlere daha çok rastlanmaktadır.¹⁸⁰

Kriz kelimesi, Yunanca “krisis” kelimesinden türemiştir. Başka bilim dallarında farklı anlamları ifade eden bu kavram, iktisat terminolojisinde bir ülkenin dengeli durumdan dengesiz bir duruma, istikrarlı bir durumdan istikrarsız bir duruma, kısaca iyi bir durumdan kötü bir duruma düşmesidir.¹⁸¹

Krizin başka tanımları da yapılmaktadır. Kriz; herhangi bir mal, hizmet, faktör veya döviz piyasasındaki fiyat veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının dışında gerçekleşen dalgalanmalardır.¹⁸²

Ekonomik kriz, para, mal, sermaye ve hizmet piyasalarında karar birimlerinin aşırı ihtiyatlı ve tedirgin davranmalarına neden olan ve ekonomik göstergelerde bozulma durumunu yansıtan bir güven kaybı olarak nitelendirilebilir.¹⁸³

Finansal krizler ise, döviz ve hisse senedi gibi finansal piyasalarda şiddetli fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde bankalara geri dönmeyen kredilerin aşırı derecede artması sonucunda yaşanan ciddi ekonomik sorunlar olarak tarif edilebilir.

¹⁷⁹ Korkut Boratav, *Yeni Düzen Nereye?* İmge Yayınları, İkinci Baskı, Ankara, 2004, s.107.

¹⁸⁰ Metin Toprak, *Küreselleşme ve Kriz: Türkiye ve Dünya Deneyimi*, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2001, s.170.

¹⁸¹ Ali Özgüven, "İktisadi Krizler", *Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı*, Cilt:1,Yıl:7, Sayı:41, Ankara, 2001, s.57.

¹⁸² Bengi Kibritçioğlu, *Parasal Krizler*, Hazine Müsteşarlığı Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Ankara, 2000, s.5.

¹⁸³ Aykut Kibritçioğlu, "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler:1969–2001", *Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı*, Cilt:1, Yıl:7, Sayı:41, Ankara, 2001, s.175.

Finansal krizler; dış borç krizleri, banka krizleri ve para krizleri olmak üzere üç ana başlık altında toplanabilir.¹⁸⁴ Bir ülkede kamu ve özel kesimin borçlarını ödeyememesi halinde dış borç krizi ortaya çıkmaktadır.

Kamu iç/dış borç stoku, krizlerle iki yönlü etkileşim içindedir. Bir yandan krizlerin ortaya çıkmasında rol oynayan faktörler arasında sayılır, diğer yandan da her kriz borç stokunu yükselten unsurları devreye sokar. Borç stoku büyüdükçe, krizin etkilerini hafifletecek politikaların uygulanması zorlaşır.¹⁸⁵

1970'li yıllardan sonra ortaya çıkan finansal krizler, bu krizlerin nedenleri ve sonuçları üzerine yeni çalışmalar yapmaya yöneltmiştir. Bu konuda yapılan ilk çalışmalar, birinci nesil kriz modelleri olarak bilinir ve esasen Meksika ve Arjantin krizlerini ortaya çıkaran nedenler üzerinde durur.¹⁸⁶

Birinci nesil kriz teorilerine göre krizler, makro ekonomik yapısı zayıf ülkelerde kamu harcamalarının artması sonucu ortaya çıkan bütçe açıklarının Merkez Bankası kaynaklarından finanse edilmesinden kaynaklanmaktadır.

Bu modele göre nominal döviz kuru reel döviz kurunun altında tutulursa, bütçe açığı ve para arzı iki önemli değişken haline gelir. Şöyle ki, bütçe açığı yaşayan bir ekonomi döviz kurunu baskı altında tutarsa döviz krizi kaçınılmaz hale gelir.¹⁸⁷

Daha da önemlisi, bu yaklaşımda döviz krizi ile cari işlemler açığı arasındaki bağ kopmaktadır. Cari açık, bir ülkenin yurt dışından net borçlanıcı olduğunu gösteren bir kavram olduğuna göre, dış ticaret hadlerindeki olası bir kötüleşme, ülkenin dış borç ödeme kabiliyetine önemli ölçüde zarar verebilir. Bu durumda yabancı yatırımcılar böyle bir ülkeye borç vermekten imtina etmektedirler. Sabit döviz kuru sisteminde, bu senaryonun bir krize fırsat vermemesi için döviz kurunun devalüe edilerek ülkenin ihracattaki rekabet gücünün artırılması en uygun yoldur. Bütçe açıklarını finanse etmek için para arzı artırılacak, para arzındaki artış ise kur üzerinde baskı oluşturacaktır. Bu modelde merkez bankaları, kuru koruyacak şekilde yeterli rezerve sahip değillerse, kriz kaçınılmazdır.¹⁸⁸ Birinci nesil kriz modelinde spekülasyonun büyüklüğüne paralel olarak parasal taban daralmaya başlar, faiz oranlarındaki artış nedeniyle de ulusal paraya olan talep azalır.

¹⁸⁴ Seçil Uyar, *Bankacılık Krizleri*, Ankara, 2003, s.31.

¹⁸⁵ Kazgan, *Türkiye Ekonomisinde Krizler:1929-2001*, s.11.

¹⁸⁶ Muhammed Akdiş, *Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye*, Beta Yayınları, İstanbul, 2000, s.94.

¹⁸⁷ <http://www.Istanbul.edu.tr,iktisat/Maliye/bulten7/tobinvergisi.html>(06.04.2011)

¹⁸⁸ Gökhan Karabulut, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizin Nedenleri*, Der Yayınları, İstanbul, 2002, s.3.

Bu gelişmeler sonrasında rezervler sıfıra iner. Uygulanmakta olan sabit döviz kurunun ne zaman çökeceği ise kriz öncesi rezerv miktarına ve yurt içindeki kredi büyüme hızına bağlıdır.

Bu iki parametrenin tersine işlemesi uygulanan kur rejiminin ömrünü biraz daha uzatmış olur. Birinci nesil teorilerde krizi oluşturan temel unsur, hükümetlerin uyguladıkları iç makro ekonomik politikaların sürdürülemezliği sonucu spekülâtorlerin bunu fark etmesine dayanır.

Birinci nesil kriz modeli çalışmaları ilk çalışmalar olduğundan bir kısım eksiklikleri bünyesinde barındırmaktaydı. Bu kısıt, teorinin kendi varsayımlarından kaynaklanmaktadır. Ayrıca, 1990'lı yıllardan sonra ortaya çıkan krizlere birinci nesil kriz teorileri cevap bulamayınca teoriye duyulan güven sarsılmıştı.¹⁸⁹

İkinci nesil modellere göre spekülâtif atakların başlaması için Merkez Bankası'nın, kurun düzeyini koruyacak rezerve sahip olması şart değildir. Döviz kurunu düşük tutmanın maliyeti olan yüksek faiz politikası sürdürülebilir değildir.

Böyle olursa uzun vadede durgunluk ortaya çıkar. Hükümetler, ekonomik durgunluğu göze alamıyorlarsa, yeterli döviz rezervine sahip olursa da döviz kuruna baskı yapılması terk edilebilir.¹⁹⁰

İkinci nesil teorilerde spekülâtorleri harekete geçiren unsur, var olan istikrarsızlık değil, beklentilerdeki değişimdir. Yaşanan her yeni kriz bir önceki krizle ortak yönleri yanında farklı konjonktür yapılarından dolayı yeni olan durumları da beraberinde getirmektedir.

İkinci nesil kriz teorilerinin tartışmaları bitmeden ortaya çıkan Meksika ve Güneydoğu Asya krizleri yeni kriz modellerinin ortaya atılmasına neden olmuştur. Örneğin, bazı iktisatçılar, Meksika krizinin toplam talepteki artıştan kaynaklandığını iddia ederlerken, bir kısmı da, krizi ortaya çıkaran faktörler reel ekonomik nedenler değil, para piyasalarında spekülâtorlerin beklentileri sonucu ortaya çıktığını savunurlar.

Finansal sistem içerisinde borç alanlarla borç verenler arasında asimetrik bilgi problemi ortaya çıkmaktadır. Asimetrik bilgi problemini ortaya çıkaran da ters seçim ve ahlaki risktir. Bu problem, piyasa katılımcılarından bir tarafın diğer taraftan daha farklı bilgilere sahip olmasını ifade eder.

¹⁸⁹ Akdiş, *Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye*, s.96.

¹⁹⁰ Karabulut, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizin Nedenleri*, s.3.

Bu durum, finansal piyasaların piyasada olmayan bir sorunun ortaya çıkmasına, piyasaların bozulmasına daha da öte piyasaların çökmesine neden olmaktadır.¹⁹¹ Ahlaki risk, borç alanın borcun geri ödemesini zora sokan davranış veya durum içine girmesidir.

Örneğin, borçlunun aşırı risk alması, borcun ifasını zora sokar. Borcun geri ödemesini güçleştirir, borçlu, taahhütlerini yerine getiremez. Ters seçim ise, Gresham yasasında öngörülen kötü paranın, iyi parayı piyasadan kovduğu gibi, menkul kıymetler borsasında değerli kâğıt arz edenlerin piyasadan çekilerek daha değersiz kâğıt satanların piyasada kalmasını ifade eder.

Yukarıda açıklamaya çalıştığımız asimetrik bilgi sorunu finansal krizin tanımlanmasında önemli ipuçları vermektedir. Dolayısıyla finansal krizin tanımı, daha ayrıntılı olarak şöyle yapılabilir: Ters seçim ve ahlaki riskin en olumsuz bir biçimde ortaya çıktığı ve bu nedenle tasarrufların en etkin şekilde yatırıma dönüştürmesi sürecinde piyasaların etkisiz kaldığı durum, finansal kriz olarak tarif edilir. Bankacılıkta borç verenler yani banka ve finans kurumları borç alanın kredibilitesini tam olarak bilmezler. Alıcı hakkında istihbarat çalışmaları, bankaya ek maliyet getirir. Krediyi alanlar da ortalama yatırımcı gibi hareket etmemekte, yüksek maliyetli fon temin etmekten geri durmamaktadır. Doğal olarak kredi alanın bu maliyeti taşıyabilmesi için aldığı krediyi riskli yatırımlara yönlendirmesi kaçınılmaz bir durumdur.¹⁹²

Her finansal istikrarsızlık ve ortaya çıkan kriz, finansal krizleri önceden tahmin etme, bu krizlerden kaçınma ve bu krizleri yönetme konularında pek çok değişik bakış açısını beraberinde getirmiştir. Finansal krizlerin nedenleri ekonomik ve finansal politikalar açısından bu krizlerin önceden öngörülmeleri konusunun önemini artırmaktadır.

Finansal krizler, önceden öngörülebilir ya da finansal krizlere yol açan faktörler ve gelişmeler, sağlıklı bir şekilde değerlendirilebilirse, politika belirleyici ve uygulayıcı otoritelerin önceden gerekli önlemleri alabilmelerine imkân sağlanmış olacaktır. Finansal krizlerin zamanı ve yapısı nedeniyle önceden tahmin edilmeleri oldukça güç bir işlemdir.

Bu zorlukları en az hasarla önlemek amacıyla günümüzde finansal sistem istikrarına yönelik geliştirilen ve kullanılan çok çeşitli yöntemler, araçlar ve göstergeler mevcut olmakla birlikte, hangi yöntem, araç veya göstergelerin finansal krizlerin önceden tahmininde ve/veya finansal istikrarın sağlanmasına yönelik çabalara hangisinin katkısının

¹⁹¹ A.George Akerlof, "The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, Vol:84, No:3, 1970, s.488-500.

¹⁹² Karabulut, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizin Nedenleri*, s.8.

daha fazla olduğu yönünde bir kesinlik bulunmamaktadır. Diğer yandan, ülkeler arasında kullanılan yöntemler, araçlar ve finansal istikrar hedefinin sağlanmasında sorumlu kurumlar, mücadele biçimleri, ülkenin ekonomik yapısı gereği farklılıklar bulunmaktadır.¹⁹³ Yirminci yüzyıl bireysel ülke bazında ve dünya geneline yayılan çeşitli finansal istikrarsızlık tecrübelerine tanık olmuştur. Dünya üzerinde çok sayıda finansal kriz yaşanmaktadır. Büyük-küçük krizlere bakıldığında her 19 ayda bir kriz yaşanmıştır.

1970'li yıllarda birçok kriz yaşanmasına rağmen, global ölçekli ve yansımaları daha geniş olan krizlerin başlıcaları, Latin Amerika krizleri, "ERM"¹⁹⁴ krizi, Güneydoğu Asya krizi, Rusya krizi ve Brezilya krizidir. Türkiye'de de 1958, 1978, 1994, 2000, 2001 yıllarında krizler ortaya çıkmıştır.¹⁹⁵ Son yıllarda ortaya çıkan finansal krizlerin hemen hepsinin gelişmiş ve az gelişmiş ülke ekonomilerinde yaşandığı görülmektedir. Bunun nedeni gelişmiş ve az gelişmiş ülkelerde yatırımcılar arasında panik ortamının oluşmasını engelleyen mekanizmaların yokluğudur. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri'nde Merkez Bankası'nın son kredi merci mekanizması olarak 2007 yılında ortaya çıkan konut finansmanı kredilerinde olduğu gibi, herhangi bir kriz anında kriz sinyali alındığında bankaların likidite ihtiyaçlarını karşılayacak mekanizmanın kurulması, krizleri önlemeye yönelik bir yapılanmaya örnek verilebilir.¹⁹⁶ Son dönemlerde uluslararası rezervlerde azalma, kamu borç stoklarında yükselme, düzgün işlemeyen bir bankacılık sistemi, sermaye hareketlerinde görülen yüksek dalgalanma, faiz oranlarındaki değişimler ve ekonomideki yapısal sorunlar finansal krizlere yol açan makro nedenler olarak sayılabilir.¹⁹⁷ Korkut Boratav'a göre, kamu kesimi dengesizliklerinin finansal krizin ön koşulu olduğu görüşü, giderek terk edilmektedir. Finansal krizler, esas olarak ulusal veya uluslararası sermayenin, yani özel sektörün tökezlemesinden kaynaklanmaktadır.¹⁹⁸ G.Corsetti, P.Pesenti ve N.Roubini, uluslararası portföy yatırımcılarının hareketlerinin çıkan krizlerde rolünü incelemişler ve önemli bulgular elde etmişlerdir.

Elde ettikleri ampirik sonuçlar, büyük yatırımcı guruplarının birlikte davranış ve strateji sergilediklerini ve 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerde etkili olduğunu ortaya koymuşlardır.

¹⁹³ Melih İpeker, *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü*, T.C.Merkez Bankası Yayınları, Ankara, 2002, s.37.

¹⁹⁴ Avrupa Döviz Kuru Mekanizması.

¹⁹⁵ Akdiş, *Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye*, s.59.

¹⁹⁶ Çolak, Ardor, Mengü, "Finansal Kriz ve Bankalar", s.702.

¹⁹⁷ <http://financialservices.house.gov/banking/91498eic.htm>(20.03.2011)

¹⁹⁸ Boratav, *Yeni Düzen Nereye?* s.47.

Borç krizlerinde cari işlemler bilançosu açıkları ile birlikte kısa vadeli dış borçlarda hızlı artışlar görülür. Bu borçların az bir kısmı kamuya aittir. Önemli bir kısmı özel kesim kaynaklıdır. Bu borçlar yenilendikleri sürece faizleri ile birlikte çığ gibi büyürler.

Sonunda kredi verenlerin risklerinin arttığı bir döneme girilir. Bu aşamada faizler yükselir, alınan borçların vadeleri kısalır. Belirli bir süreden sonra da borçlar sürdürülemez bir hal alırlar. Daha da öte 2001 krizinde olduğu gibi, kredilerin geri çağırılması bile söz konusu olabilir. Geri çağırılan borçlar ödenemeyince borç krizlerini ortaya çıkarır.¹⁹⁹

Banka krizleri ise, bankaların iflaslar veya yetersizlikleri sonucu bankaların yükümlülüklerini yerine getirememesinden kaynaklanır. Bazı durumlarda bankalar sorumluluklarını yerine getiremediğinde kamu otoritesinin bankalara yaptığı müdahale banka krizlerinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Tablo 1: Sermaye Hesabı Liberalizasyonu ve Finansal Krizler²⁰⁰

ÜLKELER	SERMAYE GİRİŞLERİ		Kriz Öncesi 5 Yıl İçinde Liberalizasyon
	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	
Şiddetli Krizler			
Arjantin: 1980	Açık	Açık	Evet
Arjantin: 1989	Kapalı	Kapalı	Veri Yok
Arjantin: 1995	Açık	Açık	Evet
Şili: 1998	Açık	Açık	Evet
Meksika: 1994	Açık	Açık	Evet
Malezya: 1985	Açık	Açık	Hayır
Filipinler: 1981	Kapalı	Kapalı	Veri Yok
Tayland: 1997	Açık	Açık	Evet
G. Afrika: 1985	Kapalı	Açık	Hayır
Türkiye: 1985	Açık	Kapalı	Hayır
Türkiye: 1991	Açık	Açık	Evet
Düşük Şiddetli Krizler			
ABD: 1980	Açık	Açık	Hayır
Kanada: 1983	Açık	Açık	Hayır
Japonya: 1992	Açık	Açık	Hayır
Fransa: 1991	Açık	Açık	Hayır
İtalya: 1990	Açık	Açık	Hayır
Brezilya: 1994	Kapalı	Kapalı	Veri Yok
Endonezya: 1992	Açık	Açık	Hayır
G. Kore: 1980	Kapalı	Açık	Evet
Türkiye: 1994	Açık	Açık	Evet
Türkiye: 2000-2001	Açık	Açık	Evet

Bankaların ve diğer finans kuruluşlarının, ödeme güçlerini kaybetmeleri sonucu yaşanan banka iflasları, maliyeti daha yüksek olabilecek genel bir krize dönüşebilmektedir. Döviz krizlerini belirleyen faktörler şöyle sıralanmaktadır.²⁰¹

¹⁹⁹ Kazgan, *Türkiye Ekonomisinde Krizler: 1929–2001*, s.13–14.

²⁰⁰ Williamson, Mahar, *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, s.91.

Zayıf temel makro ekonomik göstergeler ve hatalı iktisat politikaları, finansal altyapının yetersizliği, ahlaki risk ve asimetrik enformasyon, piyasadaki kreditorlerin ve uluslararası finansörlerin gelecek hakkındaki olumsuz beklentileri, beklenmedik olaylar ve gelişmeler, döviz krizlerine neden olabilmektedirler.

Tablo 1’de, ülkelerin kriz yaşamadan önce beş yıl içerisinde finansal liberalleşme ve sermaye hareketlerini serbestleştirme ile kriz ilişkisi açıklanmaktadır. Tablodaki verilere göre, bütün ülkelerin finansal liberalizasyona gittikten sonra krizle karşılaştıklarını iddia edebilmek mümkün olamamaktadır.

Bazı ülkelerde liberalizasyonu takiben krizlerin ortaya çıktığı, diğer bir kısım ülkelerde ise liberalizasyonun krizlerde etkisi olmakla birlikte, kendisi doğrudan kriz nedeni sayılmamaktadır. Yukarıdaki ülkelerin çoğunda yaşanan döviz krizleri, genelde sabit kur politikası uygulayan ülkelerde enflasyonu önleme politikası sonucu ortaya çıkmaktadır. Döviz krizleri ile bankacılık krizleri arasında güçlü bir etkileşimin olduğu da söylenebilir. Döviz kurunun sabitlenmesi veya reel değerinin altında tutulması, bankacılık sektörünü krize karşı daha kırılgan duruma getirmektedir. Döviz kurunu baskı altında tutmak, bankaların açık pozisyonlarını teşvik edecek etkiler ortaya çıkarır. Bu durum, kur riskini de yükseltmiş olur. Dövizle borçlu olan bankalar kur riskini azaltmak niyeti ile dövizle kredi verme seçeneğini kullanırken, firmaları da dövizli kredi kullanmaya teşvik eder. Sonuçta, ortaya çıkması muhtemel bir kriz hem bankacılık kesimini, hem de bu kaynağı kullanan özel kesimi etkilemiş olur.²⁰²

Öte yandan mevcut ekonomik koşullar, hem bankacılık krizini hem de döviz krizlerini tetikleyen unsurları barındırabilmektedir. Örneğin, ülke dışına yoğun sermaye çıkışlarının yaşandığı dönemlerde, bankaların mevduat stokunu azaltırken, merkez bankalarının döviz kurunu savunmadaki iradeleri, rezervler üzerinde baskı oluşturabilmektedir. Bankacılık krizlerinin döviz krizlerinden daha uzun süreli olduğu gözlenmiştir. Bankacılık krizi, para krizine yol açacağı gibi, para krizi de bankacılık krizine neden olabilir. Ancak, her iki kriz arasında mutlak anlamda sebep-sonuç ilişkisi de aranmamalıdır.

Türkiye’de banka krizi olarak başlayan 1994 krizi, sonraları, para krizine dönüşmüştür.²⁰³ Gerard Caprio ve Daniela Klingebiel, banka krizlerinin nedenlerini şöyle

²⁰¹ Kibritçioğlu, "Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler:1969–2001", s.175.

²⁰² Karabulut, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizin Nedenleri*, s.105.

²⁰³ Uyar, *Bankacılık Krizleri*, s.33.

sıralamışlardır: *Banka sermayelerinin yok olması; kredilerin geri dönüşüm oranlarının, %15–20 düzeyini geçmesi; bankacılık kesiminde ortaya çıkan rehabilitasyon maliyetinin ülke GSYİH'nın %3–5 seviyelerini aşması; deregülasyon sürecinin hızına uyum sağlanamaması; nominal döviz kurunda istikrarın bozulması.*²⁰⁴

Bir ekonomide bir veya daha fazla finansal kurumun kapatılması, başka bir finansal kurumla birleşmesi veya el konulması ile bankalardan kaçış başladığında kriz başlamış demektir.²⁰⁵

Yukarıdaki açıklamalar ışığı altında, gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin izlediği yol, şöyle sıralanabilir: Banka bilânçolarında bozulma, faiz oranlarında yükselme, borsada düşüş, belirsizliklerde artış, finansal krizin ortaya çıkmasına ilk etki eden faktörlerdir.

Bu olaylar gerçekleştiikten sonra, ters seçim ve ahlaki tehlikede artış olmaktadır. Bu artış, döviz krizine neden olmaktadır. Bankacılık krizi ortaya çıktıktan sonra ekonomik faaliyetlerde düşüş yaşanmaktadır. Bu ikinci dalga bankacılık krizinin ortaya çıkmasını sağlamaktadır.²⁰⁶

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonrasındaki gelişmeleri inceleyen birçok çalışma, sermaye akımlarının yöneldiği ülkelerde öncelikle ulusal paranın hızla değer kazandığını, ekonominin hızlı büyüdüğünü, bu sürecin de cari işlemler açığını yükselttiğini ortaya koymaktadır.

Sermaye girişi dolayısıyla ulusal paradaki değer artışı ve kredi hacmindeki artış, ithalatı artırdığını, ihracat artış hızını da yavaşlattığını, bu gelişmelerin sonucu olarak da cari işlemler açığının yükseldiği görülmektedir. Cari açığın oluşmasına etki eden faktörlerden birincisi, yurt dışına yapılan faktör ödemeleri; ikincisi ise, mal ve hizmet ticaret açığıdır. Bir kriz göstergesi sayılan cari açık/döviz rezervleri oranı, cari açığın yüksek olduğu ülkelerde piyasalardaki dalgalanma sonucu dövize olan talebin artması, oranın yüksek olmasına neden olmaktadır.

²⁰⁴ Pelin Ataman Erdönmez, Burçak Tülay, *İsveç Bankacılık Krizi ve Bankacılık Sisteminin Yeniden Yapılandırılması*, Türkiye Bankalar Birliği, Şubat 2001, s.4–5.

²⁰⁵ Gülsün Gürkan Yay, *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*, İTO Yayınları, No:47, İstanbul, 2010, s.22.

²⁰⁶ S.Frederich Miskhin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, The Addison-Wesley, Boston, 2001, s.206; Toprak, *Küreselleşme ve Kriz: Türkiye ve Dünya Deneyimi*, s.103.

Bu nedenle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinde meydana gelebilecek azalma, güçlü döviz rezervine sahip olunması gereğini zorunlu kılmaktadır.²⁰⁷ Krizlerde öncü göstergelerden biri de, kısa vadeli dış borç/döviz rezervleri oranıdır.

Bu değişken, uygulanan para politikasının ortaya çıkardığı belirsizliği somut olarak ve anında yansıtmaktadır. Kamunun ve özel sektörün aşırı borçlanması, en önemli kriz göstergesi sayılmaktadır. Özellikle kısa vadeli borçların uluslararası rezervlere oranının yükselmesi, birçok çalışmada kriz göstergesi olarak değerlendirilmiştir. Kısa vadeli dış borçların, döviz rezervlerine oranı, ülkenin yeterince veya hiç kaynak bulamaması halinde kısa vadeli dış borcunu çevirmede sorun yasayıp yaşayamayacağını gösteren bir orandır. Bu oranın 1'e yakın olması ülkenin bir kriz anında vadesi geldiğinde hemen çekilebilecek kısa vadeli borçları karşılayabilecek güce sahip olduğunu göstermektedir.²⁰⁸

1990'lı yıllarda finansal kriz yasayan ülkelerin çoğunda hem kamunun hem de özel sektörün aşırı borçlanması nedeniyle kısa vadeli borçların döviz rezervlerine oranının yüksek olduğunu, ayrıca bu oranın yüksekliği aşırı kırılganlığa, krize ve sermayenin tersine hareket etmesine neden olmaktadır.

Krizin ön habercisi olarak değerlendirilen kısa vadeli dış borç/döviz rezervleri oranı, Meksika krizi öncesinde %260; Asya krizi öncesinde Endonezya'da %170; Tayland'da %150; Filipinler'de %90; Malezya'da ise %60 değerine ulaşmıştır. Dolayısıyla söz konusu oranın asgari %60 sınırının, uluslararası finans çevrelerinde "kritik" bir eşik olarak algılandığı söylenebilir. Türkiye'de ise bu göstergenin, ekonominin uluslararası sermaye hareketlerine tamamen denetimsiz olarak açılmış olduğu 1989 sonrası dönemde %100'ün altına hiç inmemiş olduğu görülmektedir. Bu yapı, sadece Türkiye'ye özgü bir durum değil, çoğu yükselen piyasalarda görülen bir özelliktir.²⁰⁹

Bir diğer kriz göstergesi, cari açık/GSYİH oranıdır. Cari işlemler açığı, temelde bir döviz ihtiyacını ifade etmektedir. Bunun anlamı ise, ülkede yerleşik olanların yurt dışında yerleşik olanlar arasındaki mal ve hizmet alım satımları, çalışma karşılığı elde edilen gelirler, mali işlemlerden elde edilen kazançlar ve transferler toplamı arasındaki farkın olumsuz olmasıdır.²¹⁰ IMF eski başkanlarından Stanley Fischer, cari açığın, yaklaşmakta olan bir kriz göstergesi olduğunu, gerçekleşen ve beklenen cari açığın büyümesi durumunda ülkenin devalüasyona davetiye çıkaracağını söylemektedir.

²⁰⁷ TÜSİAD, *2006 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi*, s.93.

²⁰⁸ Makrodak, Dışbank Yayınları, Yıl:1, Sayı:2, s.11.

²⁰⁹ Kazgan, *Türkiye Ekonomisinde Krizler: 1929-2001*, s.265.

²¹⁰ [http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?type=article&cid=326\(22.03.2011\)](http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?type=article&cid=326(22.03.2011))

Meksika ile ilgili yaptığı bir değerlendirmede, Meksika'nın cari açığının çok yüksek olduğunu, bunun büyük ölçüde portföy yatırımları ile finanse edildiğini söyleyerek, bu akışkanlığın daha sonra geri döneceğini ve ülkenin er ya da geç döviz kurunu düşüreceğini açıklamaktadır. Cari açıkla ilgili tartışmaların yoğunluk kazandığı nokta, hangi şartlarda cari açığın bir krize yol açacağı düşüncesidir.

Cari açığın sürdürülebilirliği, ülkenin gelecekte dış ticaret fazlası verme potansiyeline ve aldığı borçları, bu borçların ödenmesinde kolaylık sağlayacak yatırım alanlarına kanalize etmesine bağlıdır. Alınan borçlar, dış ticarete konu olmayan gayrimenkul gibi alanlara yatırılırsa borcun sürdürülebilirliği tehlikeye girebilmektedir. Mahfi Eğilmez'e göre, günümüzde artık cari açık, tek başına kriz nedeni sayılmamaktadır.

Eğer cari açık, tek başına kriz nedeni oluştursaydı, cari açığı %7'nin üzerinde olan Amerika Birleşik Devletleri'nde ve Avrupa Birliği'ne yeni üye olmuş ülkelerin yüzde 5'in üzerindeki cari açıklarla krize girmeleri gerekirdi. Yazara göre, Amerika Birleşik Devletleri, öteden beri cari açık vermesine rağmen, parası rezerv para olduğu için, dünya üzerinde büyük ekonomi olmanın verdiği güçle yatırım ve kaynak çekebildiği için sorun oluşturmamaktadır. Avrupa Birliği'ne yeni üye olmuş olan ülkeler ise, Avrupa Birliği'nin, kendilerine getirdiği risk azalışının yarattığı ivme ile büyük miktarda doğrudan yabancı sermaye çekmekte ve cari açıklarını finanse etmektedirler.²¹¹ Muhammed Akdiş'e göre dünyada cari açık sorunu olan tek ülke Türkiye değildir. Amerika Birleşik Devletleri, yıllardır cari açık veriyor ve 2010 yılı cari açığı 730 milyar dolar, cari açık/GSMH oranı ise %6,2 civarındadır. 2010 yılı itibariyle Portekiz'in cari açığı %7'lerde, İspanya %6'larda, Yeni Zelanda %7'lerde, Yunanistan %4 civarındadır.²¹² M2Y/döviz rezervleri de kriz göstergesi olarak gösterilmektedir. Finansal serbestliğe sahip ülkelerde finansal kırılganlığı yansıtan önemli göstergelerden birisi olan M2Y/döviz rezervleri oranı, likidite oranı göstergesi niteliğinde olup, dövizye yönelik spekülasyon ataklarının olduğu dönemlerde Merkez Bankası'nın, bu talebin ne kadarını karşılayabildiğini ifade eder. Paul Krugman'a göre, dövizye olan aşırı talebin yüksek olduğu ülkelerde ilgili ülke merkez bankasının döviz kurunu stabil tutma gayretleri genellikle mümkün olamamakta, bu durum krize yol açmaktadır.²¹³ Finansal serbestleşmeye giden ülkelerde M2Y/döviz rezervleri oranı finansal kırılganlığı yansıttığından, dövizye yönelmenin yaşandığı durumlarda Merkez Bankası rezervleri dövizye olan talebin hangi oranda karşılayacağı önem kazanmaktadır.

²¹¹ Mahfi Eğilmez, "Cari Açık Kapanmaz", *Radikal*, 21.02.2006.

²¹² [http://ekonomi.blogcu.com/296694\(23.03.2011\)](http://ekonomi.blogcu.com/296694(23.03.2011))

²¹³ Paul Krugman, *Currencies and Crises*, The MIT Press, Massachusetts, 1997, s.75.

Diğer bir kriz göstergesi, banka kredileri/döviz rezervleri oranıdır. Daha önce sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerinden bahsedilen bölümde açıklandığı gibi, finansal serbestleşmeye giden ülkelerde bankalar, yurt içinde olduğu gibi fon arz edenler ile fon talep edenler arasında köprü görevi yapmakta, yurt dışından temin ettikleri kredileri yurtiçindeki yatırımcılara sunmaktadır. Dolayısıyla yurt dışından temin edilen kredi kadar bankanın ödünç verebileceği fon miktarı da yükselmektedir. Bu durum, bankaları, kredi vermeye yönlendirmektedir. Döviz kurunun düşük olduğu dönemlerde bankalar için cazip olan bu durum kurların yükselmesiyle birlikte bankaların yükümlülüklerini yerine getirebilmek amacıyla, dövize olan talep yükselmekte bu durum döviz kurunun daha da yükselmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla bankaların yurt dışından temin ettikleri kredilerin geri ödenmesi zor olmaktadır. Yapılan bütün araştırmalar, kredi hacmindeki genişlemenin, bir kriz göstergesi olduğunu ortaya koymaktadır. Yüksek global likidite ortamında birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi, Türkiye’de de ulusal para birimi değerlenmekte, bu durum ithalat talebini artırarak cari açık artışını hızlandırmaktadır. Bu noktada en önemli sorun söz konusu açığın uzun dönemde sürdürülemeyeceği endişesine dayanmaktadır.²¹⁴ Reel kurun aşırı değerlenmesinin en olumsuz etkisi, dış ticaret değerleri üzerinde görülmektedir. Nitekim Türkiye’de 2000 yılı içinde ithalat büyük ölçüde artış göstermiştir. 1999 yılında %11 oranında azalan ithalatın, 2000 yılında %32,7’lik artış göstererek, 54 milyar doların üzerine çıktığı görülür. Buna karşılık, ihracat, ancak %2,8 oranında arttığından, dış ticaret açığı çok büyük oranda artış göstermiştir. İthalatın, 2000 yılında adeta patlama göstermesinde, faizlerdeki gerilemenin de büyük etkisi olduğu söylenebilir. Emre Deliveli ve Burcu Afyonoğlu’na göre 1994 krizinde reel kurun aşırı değerlenmeye başladığını, Mart ayında ise %10’luk esiği geçtiğini, 2001 krizinde ise benzer bir tablo ile karşılaşıldığı, bu nokta aşıldıktan sonra da kriz getiren bir devalüasyonun meydana geldiği ortaya konulmuştur. Yazarlar bu tespitlerinden sonra gelecek dönemlerde de %10’un üzerindeki değerlenmenin benzer sonuç doğuracağı kanaatine varmışlardır.²¹⁵ Ülkenin borç ödeme kapasitesini gösteren toplam borç/ihracat oranı, ihracat gelirlerinin toplam borç stoku üzerindeki uzun dönemli etkileri konusunda da önemli ipuçları vermektedir. Oranın %165 ile %275 arasında olması halinde ülke orta derecede borçlu, %275’i aşması durumunda ise ülke, çok borçlu olarak kabul edilmektedir. Aşırı borçlanma ise, sermaye hareketlerinde geri dönüşün temel nedeni olarak algılanmaktadır.

²¹⁴ BDDK Finansal İstikrar Raporu, 2005, s.32.

²¹⁵ www.tepav.org.tr(12.04.2011)

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ VE YATIRIM-TASARRUF ÜZERİNE ETKİLERİ

Bu bölümde Türkiye’de sermaye hareketlerinin gelişimi dönemler itibari ile ele alınacaktır. 1990 – 2010 yılları arasında Türkiye’de sermaye hareketlerinin yatırım tasarruf üzerine etkileri, tasarruf ve yatırım fonksiyonu aracılığıyla tahmin edilecektir.

2.1.Dönemlere Göre Sermaye Akımları

Dönemler itibariyle, Cumhuriyet öncesi ve sonrası olan dönem, 1950-60 dönemi, 1960-80 dönemi ve 1980 ’den günümüze olan dönemde Türkiye’de sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimi ele alınmıştır.

2.1.1.Cumhuriyet Öncesi Dönem

19.yüzyılın sonlarında itibaren Osmanlı maliyesi, tamamen yabancı ülkelerin denetimi altına girmiştir. 1838 ticaret anlaşmasının getirdiği ağır şartlar, Osmanlı Devleti'ni dış borçlanma yoluna başvurmak zorunda bırakmıştır. Bu borçların kaynağını söz konusu dönemde hızla gelişen Batı Avrupa ekonomilerinde biriken fonlar oluşturmuştur. Osmanlı İmparatorluğu'nda ilk borçlanma, 1840 yılında çıkarılan hazine tahvillerinin Londra’da bulunan bir bankaya satılmasıyla başlamakla birlikte; zamanla borçlanmalar artmış ve borçların faizini ödemek için yeni borçlar alınmak zorunda kalınmıştır.

Bu durum, 1875 tarihine kadar devam etmiştir. Borç ödemede karşılaşılan güçlükler sonucu olarak Düyunu Umumiye-i Osmaniye olarak anılan idare, Muharrem Kararnamesi ile 1881 yılında kurulmuştur.

2.1.2. Cumhuriyet Sonrası Dönem

Sanayileşme hem Osmanlı hem de Türkiye Cumhuriyeti yöneticilerinde en önemli ekonomik hedeflerden biriydi. Osmanlı'dan beri merkezi yönetim, devleti çöküntüden kurtaracak, halka refah sağlayacak bir yöntem olarak sanayileşmeyi benimsemişti.²¹⁶ Cumhuriyetin ilk yıllarında bu amacı gerçekleştirme görevi özel sektöre bırakılmış fakat o dönemin olumsuz bazı şartlarından dolayı bu amaç gerçekleştirilememiştir. Bu durumda ekonomi üzerine etkili olacak politikalar geliştirilmeye çalışılmış ve devletçilik denilen politikalar uygulanmaya başlanmıştır. 1923 ile 1930 yılları arasında özel sektörün ülke

²¹⁶ M.Naci Bostancı, *Cumhuriyetin Başlangıç Yıllarında Ekonomi ve Siyaset*, Ötüken Neşriyat, İstanbul, 1996, s.97.

ekonomisi içersindeki gelişimi amaçlanarak liberal bir ekonomik politika izlenmiştir. Bunun yanında yabancı sermayenin ülkeye gelmesine de izin verilmiştir.

1923'ten 1930'a kadar süren dönemde ekonomide sorunların yaşandığı "çiftçi, tüccar" grupları tarafından alınan Birinci İktisat Kongresi dikkat çekmektedir. Kongrenin iki amaçla toplandığı söylenebilir. Birincisi, tüccar, çiftçi, sanayici ve işçi kesimlerinin kendilerine özgü sorun ve isteklerini bir bütünlük içinde belirlemek; bu isteklerin siyasal yönetim tarafından bilinmesini sağlamak. İkincisi de, yabancı sermaye çevrelerine ekonominin gelecekte alacağı biçimi ya da niteliği açıklamak. Bir başka açıdan bakıldığında, kongre ile yönetici kadronun iç ve dış sermaye kesimlerine güvence vermek istediği sonucuna varılabilir.²¹⁷ Cumhuriyet'in ilk yıllarında gerçekleşen yabancı sermaye hareketlerine bakıldığında millileştirmeler nedeniyle çok düşük düzeylerde kaldığı görülmektedir. Yabancı sermaye yatırımlarını 1929–1930 döneminde yaşanan dünya bunalımından olumsuz şekilde etkilemiştir. Bu yıllardan sonra Türkiye' den sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Ayrıca, Osmanlı borçlarının ödenmesi ve yabancı sermaye yatırımlarının millileştirilmesi sonucu ödenen bedeller yurt dışına transfer olmuştur. Türkiye'nin buhran dönemindeki nisbi dayanıklılığı başlıca üç neden bağlanmıştır. Bunlar; sırasıyla, pazar ekonomisi ilişkilerinin az gelişmişliği; ülkenin, dünya ticareti içindeki payının azlığı ve yabancı sermayeli kuruluşların nispi önemsizliği ile yabancı fon akımının azlığı olarak belirtilmiştir.²¹⁸ 1923–1938 dönemi kurumları henüz yeterince oluşmamış, tarımın ağırlıklı yapıya sahip olduğu, dışa bağımlı bir dönem olarak görülmektedir. Atatürk dönemi olarak adlandırılan bu dönem pek çok açıdan geri kalmış bir ekonomiyi sanayileşmiş, teşkilatlanmasını geliştirmiş, ileri bir ekonomiye dönüştürme çabalarının başlatıldığı yıllar olmuştur. Bu dönemde sanayileşme bir devlet politikası olarak düşünülmüş ve devlet sanayileşmeye öncülük etmiştir. Atatürkçülük akımının etkin olduğu bu dönemde özel sektör tarafından kurulamayacak büyük sanayi tesisleri devlet tarafından finanse edilerek kurulmuştur. 1925 yılında yürürlüğe giren 1447 Sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu, Türkiye'de yabancı sermaye ile ilgili ilk mevzuat olması açısından önem arz etmektedir. Bu yasayla borsalarda serbest işlem gören yabancı hisse senetleri alışverişleri denetim altına alınmıştır. 1930 yılında yürürlüğe giren Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu ile de döviz ve yabancı sermaye hareketlerini düzenlemek ve denetlememek amaçlanmıştır. Bu kanun ile Türkiye'de yabancı sermayeyi engellemeye

²¹⁷ Y. Kepenek, N. Yentürk, *Türkiye Ekonomisi*, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2000, s.33–34.

²¹⁸ Oya Köymen, "1929 Krizi Çiftçiyi Vurmuştu", *Forum Dergisi*, 1999, s.1.

çalışılmıştır. Yabancı sermayenin engellenmeye çalışıldığı bu dönem, bu kanuna ilişkin olarak çıkarılan 1947 tarihli Bakanlar Kurulu Kararı ile son bulmuştur. Bu kararla yabancı sermayenin geliş şekli, transferi, amacı hakkında ek düzenlemeler yapılmıştır.

Birinci Beş Yıllık Sanayi Planı'nda hedeflere ulaşılması üzerine 1938 yılında İkinci Beş Yıllık Sanayi Planı hazırlanmıştır. Bu planın uygulanacağı yıllarda İkinci Dünya Savaşı ortaya çıkmış ve söz konusu durum devletin savaş ekonomisine uygun bazı tedbirler almasına yol açmıştır. 1927 yılında ve sanayiciler açısından gümrük vergisi indirimleri, hükümet yardımları gibi olanakları sağlayan Sanayii Teşvik Kanunu'ndan çıkarılmıştır. Bu tarihten sonra ise iki dönem dikkat çekmiştir. Birincisi, özselci dönem- açık ekonomi koşullarında yeniden inşa dönemi,²¹⁹ ikincisi ise devletçiliktir.

1929 krizinin de etkisiyle devletçi bir sanayileşme modeli arayışına giren genç Türkiye Cumhuriyeti, aynı dönemde bu modelin hayata geçirilmesinde önemli rol oynayan ve dünyadaki ilk planlama deneyimlerinden kabul edilen sanayi planları doğrultusunda planlı bir sanayileşme sürecine sahne olmuştur. 1929 dünya iktisat buhranı, Türkiye'de genel fiyat seviyesini düşürmüştü ve bütçe gelirlerine de yansımıştır. Bütçe gelirleri 1929'da 224 milyon liradan 1933'te 205 milyon liraya kadar düşmüştür. 1929 dünya ekonomik bunalımı, özel sektörün sermaye yapısının yetersiz kalmış olması, yatırımlarda istenilen hedeflere ulaşamaması, sanayi alt yapısında bir takım düzenlemeler ihtiyaç duyulması 1930'lı yıllar ile birlikte yeni bir ekonomik politikası arayışına neden olmuştur.

Dış ticaret açığının hız kazanması, işsizliğin artması ve devletten kredi alan birçok ticari ve sanayi kuruluşun iflas etmeye başlaması söz konusu dönemde dikkat çeken gelişmeler arasında yer almaktadır. 1933'ten 1950'li yıllara kadar süren dönemde 'devletçilik politikası' uygulanmıştır. Söz konusu politika devlet, özel sektörün üstlenemeyeceği ve yatırım yapmadığı alanlarda sanayi yatırımlarına yönelmiştir.

Bu nedenle, devletin buradaki esas amacı özel sektörün önünü kesmek değil tam tersine özel sektör ile yan yana bir arada ülke kalkınması için yatırımlarda bulunmaktır. Bu dönemde de özel girişimcilik esas alınmış piyasa mekanizması ortadan kaldırılmamış; devlet girişimciliği özel girişimciliği ikame etmemiştir. Özel kesim ve kamu kesimi hem farklı hem de aynı alanlarda faaliyette bulunmuştur. Fakat birbiriyle rekabet etmemişler; tamamlayıcı fonksiyonlar üstlenmişlerdir.²²⁰

²¹⁹ Bülent Tanör, *Kurtuluş, Kuruluş*, Cumhuriyet Kitap Kulübü, İstanbul, 2002, s.335.

²²⁰ Hüseyin Şahin, *Türkiye Ekonomisi*, Ezgi Kitabevi, Dördüncü Baskı, Bursa, 1997, s.50.

1936'da İkinci Beş Yıllık Sanayi Planı'nın hazırlıkları başlatılmıştır. Sanayi olarak Birinci Beş Yıllık Sanayi Planı döneminde toprak reformu yapılarak tarıma teşvik sağlanmış ayrıca hammaddesi yurtiçinde bulunan malları işleyecek sanayi kuruluşları ile devletçe finanse edilmesi mümkün olan kuruluşların kurulmasına öncelik verilmiştir.

1938–1943 döneminde uygulanması öngörülen İkinci Beş Yıllık Sanayi Planı, bir bakıma, “kendine yeterlik” ilkesi doğrultusunda Birinci Beş Yıllık Sanayi Planı'nın doğal bir uzantısı olarak hazırlanmıştı. Plan, bu nitelikleri ile ithal ikameci sanayileşmede daha ileri bir aşamayı temsil ediyordu. Bu planda da tasarlanan sınaî tesislerin hammaddesi yine yurt içinden temin edilecekti; fakat bunlar daha büyük sermayeye ve daha ileri teknolojiye ihtiyaç gösteriyordu. Bu planın bir diğer özelliği de ihracata önem vermiş olmasıydı. Ancak, İkinci Dünya Savaşı'nın başlaması planın uygulamaya geçirilmesini engellemişti.²²¹

1937'de “Üç Senelik Maden Programı” yürürlüğe konmuş ve 1938'de bu programı da içeren yeni bir dört yıllık plan kabul edilmiştir. Bu plan, büyük ölçüde 1936'daki plana dayanmaktaydı.

Ancak, 1938 planının yürürlüğe konulan projelerinin büyük çoğunluğu altı ay sonra iptal edilmiş ve İkinci Dünya Savaşı nedeniyle tam olarak uygulanması mümkün olmamıştır.

Türk planlama tarihinde bu planlardan kalan izler; ulusal ekonomik bağımsızlığa öncelik tanıyan, uluslararası işbölümü içindeki çevre ülke konumunu sanayileşerek aşmayı hedefleyen ve bunu yaparken de büyük ölçüde ulusal kaynaklara başvuran bir planlama anlayışının varlığıdır. 1932 yılında Devlet Sanayi Ofisi'nin kurulması; Teşvik-i Sanayi Kanunu'nun makine, malzeme, hammadde ithalinde sağladığı gümrük muafiyetlerini kaldırması; Türk limanları arasındaki işletmecilik haklarının devlet tekeline verilmesi özel girişimcilerde hoşnutsuzluk yaratmış ve endişelere yol açmıştır.²²²

1946–1961 döneminde, özel sermaye birikiminin yeni kaynaklarla da beslenerek hızla gelişmesi ve bunun giderek toplumsal ve ekonomik gelişmeyi belirlemiş olması dikkat çekmektedir. Savaş yıllarında ileri boyutlara ulsan ticari sermaye birikimi, diğer iç

²²¹ Şahin, *Türkiye Ekonomisi*, s.54–55.

²²² Doğan Avcıoğlu, *Türkiye'nin Düzeni, Dün-Bugün-Yarın*, Cilt:1, Tekin Yayın, İstanbul, 1995, s.459–461.

ve dış faktörlerin de etkisiyle ekonomik ve toplumsal gelişmede önceki dönemlerle kıyaslanmayacak ölçüde etkinlik kazanmıştır.²²³

Bu dönem, tarımın pazara açılma sürecinin hızlandığı, hızlı kentleşme ve buna bağlı olarak da yeni birikim olanaklarının yaratıldığı bir dönem olarak dikkat çekmektedir. 1946 yılında 7 Eylül Kararları olarak bilinen liberal tedbirler alınmış ve Cumhuriyet tarihinin ilk büyük devalüasyonuna gidilmiştir.

Böylece, bir anlamda liberalleşme yoluyla dünya ekonomisiyle bütünleşme sürecine kapı açılmakta, dış yardım ve kredi arayışlarına sıcak bir tavır takılmaktaydı. Savaş sonrasında iki kutuplu bir dünya düzeni ortaya çıkmış, Türkiye tavrını açık bir şekilde Batı Bloğu ve Amerika Birleşik Devletleri'nden yana koymuştur. Bu dönemde Amerika Birleşik Devletleri ve güdümündeki uluslararası finans kurumları demokratik yollardan kalkınma arayışlarına giren ülkelere çeşitli yardım ve krediler vermekteydi.

Türk hükümetinin de 1946 planı yerine 1947 Türkiye İktisadi Kalkınma Planını hazırlatmasının altında böylesi bir dış yardımdan yararlanma endişesi bulunmaktaydı. Planı hazırlayan kurulun başkan Süleyman Vaner ismiyle anılan ve bu nedenle Vaner Planı olarak da bilinen 1947 Türkiye İktisadi Kalkınma Planını, Marshall Planı'ndan yararlanabilmenin bir aygıtı durumuna getirilmiştir. Bu plan, her ne kadar uygulanmadıysa da Türkiye'nin kalkınma deneyiminde bir kırılma noktasının temsilcisi ve 1950–1960 döneminin apriori belirleyicisi olarak tarihte yerini almıştır. Marshall Planı, Türkiye'ye yapılacak yardımı tarım kesiminde üretim kapasitesinin artırılması yoluyla Avrupa Ekonomik İşbirliği Teşkilatı üyesi ülkelerin gıda ve ham madde gereksinimini karşılama koşuluna bağlamaktadır. Vaner Planı'nın birinci önceliği ulaştırma ve haberleşme gibi alt yapı yatırımlarına verilirken, ikinci sırada tarım ve üçüncü sırada enerji sektörü bulunmaktadır. Bu planla Türkiye, her yerine ulaşılabilmesi gereken bir pazar niteliğine dönüştürülmek istenirken, önceliğin tarımın iyileştirilmesine verildiği görülmüştür.²²⁴

2.1.3.1950–1960 Dönemi

Türkiye'de 1950 genel seçimleriyle iktidara gelen Demokrat Parti, 1950–1960 döneminde liberal görüşü temsil etmekteydi. O dönemde uygulamaya koyduğu ekonomi politikalarının ve ekonomik rejiminin ülke şartlarına uygunluğu sürekli tartışılmıştı.²²⁵

²²³ Şahin, *Türkiye Ekonomisi*, s.54–55.

²²⁴ Avcıoğlu, *Türkiye'nin Düzeni, Dün-Bugün-Yarın*, s.460.

²²⁵ Şahin, *Türkiye Ekonomisi*, s.54–55.

1950'li yıllarda devletçilik modelinden liberal ekonomi modeline geçilmiş, kamu iktisadi teşebbüslerinin özelleştirilmesi, özel sektörün desteklenmesi ve ithalatın liberalizasyonuna önem verilmiştir. Bu dönemde dışardan sağlanan finansman desteği işle birlikte ile bir yandan tarım kesiminde diğer yandan karayolları yapımında önemli atılımlar gerçekleştirilmiştir. Ancak, her şeyin özel kesimden beklendiği bu dönemde; dış finansmana dayalı ve bütçe denkliliğine aldırış etmeden yapılan kamu harcamaları, artan dış ticaret açıkları sonucunda, ithalatın liberalizasyonundan vazgeçilmiş, kamu iktisadi teşebbüsleri özelleştirilememiş, üstelik birçok yeni kamu işletmesi kurulmuştur.

Bu dönemde özel sektörün kamu işletmelerini işletmek gibi bir talebi de olmamıştır ki; zaten özel kesim, bayındırlık, konut, enerji alanında girişilen büyük altyapı projelerini gerçekleştirmeye yetecek sermayeye sahip değildi.²²⁶

1950 sonrası döneme bakıldığında özellikle 1960'lı yıllardan sonra sanayileşme ile birlikte kentte göç hızlanmış ve bu çerçevede kentleşme, gecekondulaşma ve kırsal yapının çözülmesi gibi toplumsal gelişmeler, Türkiye'nin toplumsal gelişim dinamiğini derinden etkilemiştir.

Dış borçların durumu açısından genel duruma bakıldığında; Osmanlı Devleti'nden büyük bir borç yükünü miras olarak alan Türkiye, Cumhuriyet'in ilk yıllarında dış borçlanma açısından kısıtlı bir politika uygulamış ve Osmanlı'dan kalan dış borçların tasfiyesine çalışılmıştır. Bu dönemde Osmanlı Devleti'nden kalan borçların finansmanı ve ulaştırma ağırlıklı yatırımların finansmanı için dış borçlanmaya gidilmiştir.²²⁷

Alınan dış borçlar, sanayi kesimine aktararak, büyük sanayi yatırımlarının inşasında kullanılmıştır. Türkiye, İkinci Dünya Savaşı dönemini dış borçları artmış bir şekilde tamamlamıştır. Ancak, 1950'ye geldiğinde savaş sırasında biriken altın ve döviz, bu borçları ödemek için yeterli olduğundan, bu dönemde dış borçlar ekonomi için bir tehlike teşkil etmemektedir. 1950, 1951 ve 1954 yıllarında çıkarılan yabancı sermaye teşvik kanunları ile yabancı sermayenin gelmesini özendirilen, ekonomik, siyasi tüm güvencelerin verildiği yıllar olmuştur. Yabancı sermayeye izin verilen bu dönemde, kimya sanayiinde, asetilen, ilaç, sabun, oksijen, gül yağı, sülfürik asit, boya ve yağ endüstrileri gelişmiştir. 1950–1960 yıllarını kapsayan bu dönemde imalat sektöründe katma değer

²²⁶ Şiir Yılmaz, "1923'ten Bu Yana Ekonomi Politikaları", *Mülkiye*, Cilt: XXII, Kasım-Aralık 1998, s.35.

²²⁷ Avcıoğlu, *Türkiye'nin Düzeni, Dün-Bugün-Yarın*, s.460.

artışı cari fiyatlarla sekiz kat, reel fiyatlarla üç kat olmuştur.²²⁸ 1954 senesinde çıkarılan oldukça liberal nitelikteki Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'na rağmen, geçmişte yabancı yatırımlar çeşitli nedenlerle çok önemsiz rol oynamıştır. Özellikle yasanın Türk yöneticiler tarafından son derece dar ve katı bir biçimde uygulanışı ve uzun bürokratik işlemler, 1970'li yıllarda yeni yatırımların hemen hemen hiç olmadığı ve gerekli sermaye yatırımlarının birle yapılmadığı bir ortam yaratmıştır.²²⁹ Yabancı sermayeyi teşvik kanunu ile sanayi, enerji, madencilik, bayındırlık, ulaştırma ve turizm sektörleri yabancı sermayeye açılmıştır.

5821 sayılı Yabancı Sermaye Yatırımlarını Teşvik Kanunu, Eylül 1951 yılında kabul edilmiş ve bu doğrultuda yabancı sermaye açısından bir takım yeni düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Buna göre; Türk özel sermayesine açık olan işlerde kullanılacak, tekel ve ayrıcalık öngörmeyecek, sanayi, enerji, maden, bayındırlık, ulaştırma ve turizm alanlarında çalışabilecektir. Ayrıca bu kanuna göre yabancı sermayenin yıllık kâr transferi %10'u geçmemelidir. 5821 sayılı yasanın 3 yıllık uygulanmasından sonra beklenen sonucu vermediği görülmüştür. Bu durumda 18 Ocak 1954 tarih ve 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu çıkarılmıştır. Bu kanun “Dünyanın en liberal yabancı sermaye kanunu” olarak görülmüştür. Ayrıca, bunun yanında, 7 Nisan 1954 tarih ve 6326 sayılı Petrol Yasası ile 11 Ağustos 1962 tarih ve 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun ve kanuna ilişkin kararlar görülmektedir.

Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu, Türkiye'de yabancı sermayeye ilişkin olarak kabul edilen ilk yasal düzenleme olması açısından önem arz etmektedir. Ancak, o yıllarda ekonomini sağlıklı bir yapı sergilemesi, siyasi, bürokratik güçlükler, yetersiz iktisat politikaları uygulamaları ve altyapı yatırımlarının eksikliği, yetişkin insan gücü eksikliği gibi nedenlerle, 1980 yılına kadar yabancı sermaye yatırımı girişi açısından başarı sağlanamamış ve o yıla kadar verilen toplam yabancı sermaye izinleri 228 milyon doları aşamamıştır. 1954 yılında 6326 Sayılı Petrol Kanunu yürürlüğe girmiştir. Söz konusu yasa ile petrol kaynaklarının özel teşebbüs yoluyla değerlendirilmesi kabul edilmiş ve petrolde devletçilikten vazgeçilmiştir. Bu karardan sonra yabancı şirketlerle eşit olarak çalışmak durumunda bırakılan Türkiye Petrolleri bir anonim şirket olarak kurulmuştur. 1957 yılında, 6326 Sayılı Petrol Kanunu'nda değişiklik yapılmış ve petrol şirketlerine rafineri

²²⁸ Sanayi ve Ticaret Bakanlığı Araştırma Planlama Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, *Türk Sanayi ve Ticaretinde Gelişmeler: 1950–85*, Ankara, 1987, s.7.

²²⁹ YASED, *Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımı, Yeni Ekonomik Program Çerçevesinde Değişen Koşullar*, İstanbul, 1983, s.4–5.

kurma hakkı sağlanmıştır. 1956 yılında hükümet tarafından TL'nin dolar karşısındaki değeri 2.80 Türk Lirası yerine 5.25 Türk Lirası olarak belirlenmiştir. Ayrıca, Milli Koruma Yasası, yeniden yürürlüğe konularak fiyat denetimleri arttırılmış, ticari banka kredileri sınırlandırılmış ve faiz oranları yükseltilmiştir. Bu önlemlerin iki yıl uygulanması ile dış ticaret açığı büyük oranda azalmasına rağmen, fiyat artışları yükselmiş, mal darlıkları sonucu karaborsa ortaya çıkmış ve dış ödemeler sorunu daha da ağırlaşmıştır.²³⁰

1954 yılında çıkarılan 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Yasası'na rağmen, 1954 ile 1979 yılları arasında Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye tutarları önemsenmeyecek düzeylerdeydi. Bu dönem boyunca en yüksek yatırım tutarı, 67,3 milyon Dolarla 1973 yılında gerçekleşmiştir.

1950–1963 döneminde tarımda ve sanayileşmede yaşanan gelişmeler, ülke ekonomisine ivme kazandırmıştır. Tarımın makineleşmesi, kredi imkânları ve tarım için belirlenen yüksek fiyat politikası ile birlikte iklimin elverişli olması, bu dönemde tarım üretimini arttırmıştır.

Aynı zamanda, yabancı sermaye girişini kolaylaştırıcı uygulamalar, para arzının artırılması, ithalatın sınırlandırılması ve dış krediler ile yardımlar sayesinde de hızlı bir gelişme gözlenmiştir. Bu dönemde, büyük kamu yatırımlarına ağırlık verilmiştir.

Demokrat Parti, 1950 yılında iktidara geçtiğinde özel teşebbüse dayalı, devletçiliği benimsemeyen ve planlamaya oldukça soğuk bakan bir görüşe sahipti. Ekonomideki kalkınmanın da bu doğrultuda gerçekleşmesi görüşündeydi.

Demokrat Parti, iktisadi kalkınma konusunda kritik sektör olarak sanayi yerine tarımı tercih ederken, kamuya yerine özel girişimciliği tercih etmekte, iç kaynaklara dayalı bir kalkınma stratejisi yerine dış kaynaklara bağımlı bir kalkınma yolunu hedeflemekteydi. Amerika Birleşik Devletleri, uluslararası ilişkilerde ön planda tutulan bir ülke olarak görülmüştür. Türkiye ekonomisi, 1950 yılında serbestleşmeye, sanayileşmeye, piyasa ekonomisine ve kalkınmaya odaklanmış, uluslararası platformda liberalleşmeyi ön planda tutarak yabancı ülkelerle arasındaki ikili ilişkilerine önem vermiştir.

Bu doğrultuda tarımda, sanayide, hizmetler sektöründe büyük gelişmeler sağlanmıştır. Ekonomide yaşanan bu gelişmeler, 1950–1959 dönemi kapsamında genel olarak değerlendirildiğinde; yaklaşık olarak tarımsal hâsılanın 4,5 kat, sanayi üretiminin 7 kat, hizmetler üretiminin ise 6 kat arttığı görülmektedir. Bu artışlar; GSMH ve fert başına

²³⁰ Yılmaz, "1923'ten Bu Yana Ekonomi Politikaları", s.35.

düşen milli gelir rakamlarına da yansımış ve 1950'de 3,4 milyar dolar olan GSMH, 1959'da 15,5 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır.

2.1.4.1960–1980 Dönemi

1960 sonrasında plânlı döneme giren Türkiye'de beşer yıllık olarak hazırlanan ekonomik kalkınma plânları ve hem iç hem de dış kaynakların desteğiyle kalkınma istikrarlı bir biçimde sürdürülmesi esas alınmıştır. Bu çabalarla birlikte plânlı kalkınmanın ve sanayileşmenin vergiye dayalı alt yapısının ilk kez bu dönemde oluşturulduğu söylenebilir.²³¹ 30 Eylül 1960 tarihinde ülke kalkınmasının hızlandırılması amacıyla Devlet Planlama Teşkilatı, kalkınma planlarını hazırlayarak Başbakanlığa bağlı bir kuruluş olarak kurulmuştur.

1961 Anayasası ile birlikte kalkınmanın demokratik yollarla gerçekleştirilebilmesi için kalkınma planlarının hazırlanması hükme bağlanmış ve Devlet Planlama Teşkilatı, anayasal bir kurum hüviyeti kazanmıştır.

Türkiye'de de karma ekonomik yapıya sahip, demokratik yoldan kalkınmayı benimsemiş ülkelerin uyguladığı karma ekonomik planlama anlayışı uygulanmaya başlanmıştır.

Bu arada 1960 tarihli 91 sayılı ve 24 maddeden oluşan kuruluş yasası Devlet Planlama Teşkilatı'na planları hazırlama ve uygulamayı izleme dışında araştırma, destek olma ve danışmanlık yapma gibi işlevlerle temel görevlerini sınırlamaktaydı.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına ev sahipliği yapmak, dönemler itibariyle farklı özelliklere sahip olmayı gerektirmiştir. İkinci Dünya Savaşı'nın hemen ertesinde, merkez ülkelerin ihtiyaç duyduğu hammaddelere sahip olmak yeterli bir koşul iken, 1970'lerde ucuz işgücü yatırım yapılması için önemli bir kriter olmuştur. Günümüzün küreselleşen dünya ekonomisinde ise sadece ucuz işgücü yeterli bir kriter olmayıp tamamlayıcı politikalar zorunlu hale gelmiştir.²³²

1970'ler, ithal ikamesinin ikinci evresi ve içe dönük sanayileşme dönemi olarak da bilinmektedir. Bu dönemde kişi başına gayri safi yurtiçi hâsıla yılda ortalama %4,1 oranında büyümüştür.

²³¹ Nevzat Saygılıoğlu, "75 Yılda Vergi", *Maliye Dergisi*, Sayı:129, Eylül-Aralık 1998, s.3.

²³² Hasan Sabır, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Gelişmekte Olan Ülkelere Yönlendirici Politikalar", *Dış Ticaret Dergisi*, Sayı:26, Ekim 2002, s.77.

Bu oran, 1960'larla karşılaştırıldığında çok önemli görünmemesine karşın, 1970'li yıllar, ağır imalat sanayi ve sermaye mallarında yerli üretim kapasitesinin artırılmasına yönelik güçlü kamu yatırım programlarının yapıldığı yıllardır.²³³

Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı'nın hazırlandığı 1963 senesinde ülkenin ekonomik kalkınması için özel sektörün bütün yatırımları tek başına yürütemeyeceği düşüncesi hâkimdi.

Bu doğrultuda devletin ekonomik alanda daha etkin bir rol oynaması fakat bunu özel sektörü engellemeyecek şekilde belirli alanlarda yatırım yaparak gerçekleştirmesi önem arz etmiştir. İşte bütün bunların gerçekleştirilmesi ancak planlı bir ekonomik politikayı gerekli kılmıştır. Buna göre sektör, yatırım alanında sağlanan teşvikler, ucuz kredi ve dış rekabetten korunma gibi politikalarla desteklenecekti.

Kamu kesimi yatırımları da ülkenin ekonomik bakımdan kalkınmasına yönelik olarak uygulanacak belirli bir plan ve program dâhilinde yapılacaktır. Bu çerçevede, 1950'li yıllarda yurt dışından ithal edilen tüketim malları, 1960'lı ve 1970'li yıllarda desteklenmeye çalışılan özel sektör sayesinde yerli sanayiciler tarafından üretilmeye çalışılacak ve bu yolla aşırı ithalattan kaynaklanan döviz darboğazı aşılmaya çalışılacaktır.

Birinci plan döneminde sermaye ithalinde istenilen düzeye ulaşılamamasının özellikle konsorsiyumun ve proje ve program kredisi olarak talep edilen yatırımlara istenen ölçüde ve zamanda cevap verememesinin payı büyük olmuştur. 1968–1972 dönemini kapsayan İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, sanayi sektörünü ekonomiyi sürükleyici sektör olarak belirlemiştir. Planda, kamu iktisadi teşebbüslerinin ekonomik gelişme için geçerli olan ve özel sektörün teşviklere rağmen giremediği alanlara etkin bir girişimci olarak girmesi öngörülmüştür.²³⁴

Üçüncü beş yıllık planda kısa dönemli sermaye hareketlerinde artış görülmüş olmasına rağmen özel yabancı sermaye girişi tam anlamıyla tatmin edici olamamıştır. Dördüncü beş yıllık plan döneminde Türkiye de 1980 yılı sonu itibariyle 6224 sayılı yasaya göre 100 yabancı sermayeli firma faaliyette bulunmaktaydı. İmalat endüstrisinde yabancı sermaye bakımından en çekici sektörlerin başında yer almaktadır. Bankacılık, mühendislik, turizm, tarım ve madencilik de imalat sektöründen sonra başı çeken sektörler

²³³ M.İsmihan, M.Ö. Kıvılcım, "Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynakları", *İktisat, İşletme ve Finans*, 2006, s.75–76.

²³⁴ Eren Çaşkurulu, *Görev Zararı Kavramı ve Türkiye'de 1980 Sonrası Görev Zararı Doğurucu Faaliyetlerin İncelenmesi ve Analizi*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara, Ağustos 2002, s.43.

arasında yer almaktadır. 1960–1980 döneminde, ithal ikameci kalkınma politikaları uygulamada ağırlık kazanmıştır. Sanayi sektörüne bu dönemde önemli kaynak aktarımları gerçekleşmişse de, teşvik-koruma sistemi, sektör öncelikli bir şekilde uygulanamamıştır. Ekonomik gelişme süreci ithalata ve iç piyasaya aşırı bağımlı bir sanayi yapısının oluşmasını neden olmuştur. Bu yapı, Türkiye'nin dışarıya açılan ihracata yönelik bir ekonomik strateji uygulamasını geciktirmiştir.²³⁵ 1953 yılında Türkiye'de ortaya çıkan ve ekonomik sistemi sıkıntıya sokan döviz darboğazı ekonomide ithal ikamesinin araçları olan kotaları, ithal yasaklarını ve yüksek gümrük duvarlarını uygulanmasını sağlamıştır. Ekonomide yaşanan sıkıntı, gerçekleşen enflasyonist politikalar ve aşırı değerlenmiş kur politikası da şiddeti giderek artırılarak, sürdürülmüştür. Planlı dönemin başında gıda ve tekstil gibi dayanıksız tüketim mallarının ithalatı, yerli üretimle ikame edilmiştir. 1980 yılına kadar Türkiye'de yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklar sebebiyle, yabancı sermayeden beklenen yararlar elde edilememiştir.

1980 yılı başlarına kadar uygulanan dışa kapalı, ithal ikameci ve koruyucu dış ticaret politikaları nedeniyle Türkiye'ye gelen toplam yabancı sermaye miktarı 300 milyon dolara dahi ulaşamamıştır.²³⁶

1960–1980 dönemini kapsayan planlı ekonomi uygulaması da; ekonomik sisteme bir alternatif bulmayı değil, ülkenin, kamu kesimi için emredici özel kesim için yol gösterici kalkınma planları doğrultusunda hızlı ve sağlıklı bir şekilde kalkınmasını amaçlıyordu. 1960'ların başında ekonominin neredeyse yarısı devletin elinde olduğu için aslında bu dönemde planların ekonomide çok önemli işlevler göstermesi beklenebilirdi, ancak, Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı dışında planların hiçbiri tam olarak uygulanmamış, planlarda öngörülen hedeflere ulaşamamıştır.²³⁷ 1960–1980 döneminde devletin çeşitli tarım ürünlerine uyguladığı taban fiyat politikalarıyla kırsal kesimin gelir düzeyi korunmuş ve bu yolla yerli sanayicinin pazar problemi çekmemesine çalışılmıştır.

Bu arada sanayi üretiminin milli gelir içersindeki payı sürekli olarak artmaya başlamış ve büyük kentlerde yüksek teknoloji uygulayan ağır sanayi kuruluşları ortaya çıkmıştır. 1970'li yıllarda önemli bir sanayi girdisi olarak görülen petrolün fiyatının sürekli artış yaşanmıştır. 1970 yılında yapılan devalüasyon, ithal ikameci sanayileşmenin gereği olarak yapılan ara ve yatırım malları ithalatının pahalılaşmasına neden olmuş ve

²³⁵ TÜSİAD, *Sanayileşmede Yönetim ve Toplumsal Uzlaşma*, Datay Basım, İstanbul, 1992, s.78–79.

²³⁶ Yücel Güçlü, "Yabancı Sermaye Çekimi, Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması Anlaşmaları", *Uluslararası Ekonomik Sorunlar*, Şubat 2003, Sayı:8, s.32.

²³⁷ Yılmaz, "1923'ten Bu Yana Ekonomi Politikaları", s.36.

enflasyondaki artışa neden olmuştur. Türkiye'yi de önemli bir petrol ithalatçısı ülke konumunda bulunduğundan 1973–1974 yıllarında yaşanan petrol krizinden olumsuz etkilenmiştir. Bu dönemde Türkiye'nin dış borçlar sadece 1974 yılı için 359 milyon dolar olmuştur. Bu dönemde ilk defa Avrupa para piyasalarından da borçlanılmış, fakat kısa vadeli ve yüksek faizli olmaları dolayısıyla bu piyasalardan borçlanmaya son verilmiştir. Dış ekonomik ilişkiler alanında ise birtakım kısıtlamalara gidilmiştir. Bu noktada hem finansal hizmetler, hem de sermaye hareketleri ile ilgili bir takım kısıtlamalar göze çarpmaktadır. Ayrıca, 1980'li yıllara kadar, Türkiye'de mevduat ve kredi faiz oranlarına getirilen tavanlar nedeniyle reel faiz oranları negatif düzeylerde seyretmiştir. Bu durumda dış ekonomik ilişkiler alanında hem finansal hizmetler, hem de sermaye hareketleri ile ilgili olarak uygulanan kısıtlamalar olmuştur. Vadeli mevduata uygulanan faiz tavanlarının kaldırılması, Türkiye'de finansal serbestliğe yönelik olarak yapılan ilk düzenleme olması bakımında dikkat çekmektedir. Bu durumda, ekonomide pozitif reel faiz uygulamasına geçilmiş ve reel faiz oranları önemli ölçüde yükselmiştir.

Sermaye piyasası için gerekli kurumsal düzenlemelere başlanması da bir başka önemli gelişmedir. 1980 öncesi dönemde iç piyasanın yabancı yatırımcılara karşı kapalı tutulması, söz konusu dönemde uygulanan ithal ikamesine dönük sanayileşme stratejisinin rolü büyüktür.

Bu stratejide, ülke sanayiini yabancı sanayii rekabetine karşı korumaya yönelik bir takım araçlar kullanılmıştır. Aşın değerlenmiş döviz kuru, kotalar ve ithalat yasakları, yüksek gümrük vergileri, sıkı kambiyo kontrolü bu araçlardan bazılarıdır.

2.1.5.1980'den Günümüze Olan Dönem

1980'li yıllarda ekonomide serbest rekabete koşullarının varlığı ve dış ticaretin serbestleştirilmesi, sanayi kesiminde dışa yönelik bir gelişmenin oluşmasına yol açmıştır. Sanayinin dışa açılması bir sonuç değil aksine sanayileşmenin yol açtığı bir birikimin ihracat bakımından başlangıcı sayılmaktadır. İhracata dayalı sanayileşme stratejisiyle, ülke ekonomisini uluslararası alanda rekabet gücünü arttırmaya yönelik, kambiyo rejimini büyük ölçüde serbestleştiren, ithalatta serbestleşmeyi arttıran, desteklemeye öncelik veren ve yabancı sermayeye kolaylıklar sağlayan politikalar uygulanmaya çalışılmıştır. Önemli bir petrol ihracatçısı olan Türkiye, 1974'te yaşanan petrol krizinden olumsuz şekilde etkilenmiştir. Bu durumun ekonomideki olumsuz etkilerini ise giderek artan oranlarda dış borçlanmayla finanse etmeye çalışmıştır. Türkiye bu dönemde geri ödeme süresinin kısa

ve faiz oranlarının yüksek olması nedeniyle, büyük bir dış borç yükü ile karşı karşıya kalmıştır. Tüm bu gelişmeler sonucunda alınan 24 Ocak 1980 kararlarıyla Türkiye’de yeni bir dönem başlamıştır. Türkiye, 24 Ocak 1980 kararlarına kadar kontrollü ve katlı kur politikası uygulamış ve bu tarihte bir takım kararlar almıştır. Bu doğrultuda, Türk Lirası’nın yabancı paralar karşısında değerini düşürerek ‘daha gerçekçi ve esnek’ bir kur rejimine geçmeye karar vermiştir. Yerleşiklere, ticari faaliyetler karşılığında edinilmiş dövizlerin bankalarda mevduat olarak tutulması imkânı getirilmesi 1984 yılında kur rejiminde yapılan önemli değişikliklerdendir. 1980’li yıllardan itibaren Türkiye’de serbest rekabete dayalı pazar ekonomisine geçiş yönünde önemli adımlar atılmıştır. Bu bağlamda Türk Lirası’nın konvertibilitesi, faiz, kur, dış ticaret ve sermaye hareketlerinin liberalizasyonunu kolaylaştırıcı politikalar uygulanmıştır. İthalattaki hızlı büyümeye doğrultusunda 1970’li yıllarda ivme kazanan cari işlemler açığı sürdürülemez noktaya gelmiş ve 1978 yılında Türkiye ekonomisi ağır bir ekonomik kriz içerisine girmiştir. Bu durumda sanayi sektörü de ciddi üretim darboğazlarıyla karşı karşıya kalmış ve üretimde yaşanan düşüş enflasyonda hızlı artışlara neden olmuştur.

Yapılan devalüasyonlarla ithalatın pahalandığı ve sanayi sektöründe maliyetlerin yükseldiği yüksek enflasyon ortamında ekonomik büyüme gerilemiştir. 1981 yılının son aylarına doğru mevduata reel faiz verilmeye başlanmış, vadeli mevduata uygulanan hükümler bankaların çıkarmasına izin verilen mevduat sertifikalarına da uygulanmış, mevduat sertifikaları üzerinde denetim kurulamamış, en çok bu durumdan yararlanan bankacılık kesimi sistemin karşılıksız olarak büyümesine katkıda bulunmuş ve sistem krize doğru sürüklenmiştir.²³⁸ Türkiye’de yabancı sermayeye ilişkin yapılan düzenlemelere bakıldığında 1954 yılında çıkartılan 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu dikkat çekmektedir. Ancak, söz konusu dönemdeki siyasal ve ekonomik istikrarsızlıklar, bürokratik güçlükler, yetişkin insan gücü eksikliği ve altyapı eksikliği gibi nedenlerle, 1980 yılına kadar yabancı sermaye yatırımı girişi sağlanamamış ve o yıla kadar verilen toplam yabancı sermaye izinleri 228 milyon doları aşamamıştır. Türkiye’de "24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Tedbirleri" kapsamında uluslararası sermaye ile ilgili düzenlemeler de yapılmıştır. 8/168 sayılı "Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi" 1980 yılında yürürlüğe girmiş ve Başbakanlığa bağlı Yabancı Sermaye Dairesi kurulmuş, daha sonra Devlet Planlama Teşkilatı'na bağlanmıştır. 17.07.1991 tarih ve 436 sayılı kararname

²³⁸ Erinç Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İletişim Yayınları, İstanbul, 2001, s.189.

ile Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı bünyesine alınmıştır. Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, 09.12.1994 tarih ve 4059 sayılı yasa ile Hazine ve Dış Ticaret müsteşarlıklarının kurulması sonucunda Hazine Müsteşarlığı bünyesinde faaliyetine devam etmektedir.²³⁹ 24 Ocak kararları, ekonomik krizden çıkmak amacıyla uygulamaya konulmuş ve uzun dönemde sanayileşme, büyüme sürecinde etkili olacak politika değişikliklerini gündeme getirmiştir. Bu kararlar fiyatlamanın tamamen piyasa güçleri tarafından belirlenmesi ve serbest piyasa koşulları altında ekonominin uzun dönemde dışa açılması gereğinin gündeme getirmesi açısından önem arz etmektedir. Ayrıca 1980'li yıllara üç rakamlı bir enflasyon oranıyla giren Türkiye ekonomisinde, enflasyonu aşağıya çekmek de bu programın önemli amaçlarından biri olmuştur. Türk bankacılık sektörünün gelişmesi çerçevesinde 1980'lerde yasal, yapısal ve kurumsal değişiklikler ve gelişmeler yaşanmıştır. Bu düzenlemeler temel olarak bankacılığın daha verimli çalışması ve bankacılıkta rekabetin teşvik edilmesi yönünde olmuştur. Bu çerçevede, faiz oranları ve döviz kurları serbest bırakılmış ve yabancı bankaların Türkiye'ye gelmeleri ve şube açmaları için çeşitli düzenlemeler yapılmıştır.

1986 yılında bankacılık sisteminin likiditesini düzenlemek amacıyla Bankalararası Para Piyasası kurulmuş ve aynı yıl içinde tekdüzen hesap prensipleri ve standart raporlama sistemi oluşturulmuştur.²⁴⁰

1981 ve 1988 dönemi, enflasyon ve büyüme açısından incelendiğinde, ilk üç yılda enflasyonun önemli ölçüde aşağı çekildiği görülmektedir. 24 Ocak kararlarıyla reel ücretlerin ve tarım ticaret hadlerinin önemli ölçüde gerilemesi enflasyondaki düşüşü hızlandırmıştır. İç talepte meydana gelen daralmaya ve döviz kurlarındaki yüksek devalüasyonlar, bu dönemde Türkiye'nin uluslar arası alanda rekabet gücünün artmasını sağlamış ve ekonomi 1982 yılından itibaren ihracata dayalı olarak bir büyüme kaydetmiştir. 1980 öncesi yönetimde reform çalışmaları, geleneksel kamu yönetimi yaklaşımı çerçevesinde devletin yönetsel güç ve yeteneklerini artırmaya yönelik teknik bir faaliyet olarak yürütülmekte iken 1980'den sonra ilgi odağını kamu sektörünün boyutu ve de devletin küçültülmesi oluşturmaktaydı.²⁴¹ 1980'li yıllardan itibaren çeşitli yasal

²³⁹ Devlet Planlama Teşkilatı, *Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu*, Ankara, Mayıs 2000, s.8.

²⁴⁰ Alper Bakdur, *Bankacılık Sektörünü Düzenleyen Kurumların Yapıları: Ülke Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneri*, Uzmanlık Tezi, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Mali Piyasalar Dairesi Başkanlığı, Eylül, 2003, s.12.

²⁴¹ Uğur Ömürgönülşen, "Kamu Sektörünün Yönetimi Sorununa Yeni Bir Yaklaşım", *Çağdaş Kamu Yönetimi I*, Editörler: M.Acar, H.Özgür, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2003, s.20.

düzenlemelerle, büyük finansman gerektiren hizmetlerin devlet yerine özel kesim tarafından gördürülmesi yaklaşımı benimsenmiştir. Bu yasal düzenlemelerden birincisi, 3096 Sayılı Türkiye Elektrik Kurumu Dışındaki Kuruluşların Elektrik Üretimi, İletimi, Dağıtımı ve Ticareti ile Görevlendirilmesi Hakkında Kanun'dur. Yasanın amacı, Türkiye Elektrik Kurumu dışındaki özel hukuk hükümlerine tabi sermaye şirketleri statüsüne sahip yerli ve yabancı şirketlerin elektrik üretimi, iletimi, dağıtımı ve ticareti ile görevlendirilmesini düzenlemektir. Sermaye piyasalarındaki meydana gelen gelişmeler ve reform politikaları sonucunda 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe girmiştir.

Yasanın amacı; tasarrufların menkul kıymetlere yönlendirilerek, halkın ekonomik kalkınmaya etkin bir şekilde katılmasını sağlamaktır. Ertesi yıl Türk sermaye piyasasında düzenleyici ve denetleyici görevlere sahip Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmuştur. 3 Ocak 1986 tarihinde, Türk ekonomisinin gelişiminde önemli bir rol oynayan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete geçmiştir. Sağlanan vergi kolaylıklarının etkisiyle yatırım fonlarının hızla artması ve yabancı yatırımcıların sermaye piyasalarına girişlerinin serbestleştirilmesi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın hızlı bir şekilde büyümesinde katkıda bulunmuştur. Türkiye açısından 24 Ocak 1980 kararlarının önemli özelliği, dışa açık ve ihracata yönelik bir sanayileşme modelinin hayata geçirilmiş olmasıdır.

Bu sayede Türk girişimcisi dünya ile rekabet edebilir ürünler üretip satar konuma yükselmiş ve Türk insanı gelişmiş ülkelerin hayat, hukuk ve siyasi standartlarını talep eder hale gelmiştir.

İhracata dayalı strateji ile ihracat artışında önemli gelişmeler kaydedilmiş olsa da bu gelişmeler kalıcı bir gelişme olarak nitelendirilemez. Türkiye'nin ihracatına sanayi sektörü lehine bir yapı değişikliği olmasına karşın, bu değişiklik yetersiz kalmıştır.

Toplam ihracat içinde ağırlıklı paya sahip mal ve ürün grupları, hem az sayıdadır, hem de geleneksel yapılarını korumaktadır. Ayrıca, ihracatta öncü sektörler yıldan yıla değişmiş ve bu konuda bir kararlılık sağlanamamıştır. Türkiye, 1980 yılına büyük bir yapısal değişim ve istikrar ve programına başlamıştır. Söz konusu programın amaçları; yatırım ve büyüme oranları, finansal derinleşme, daha yüksek tasarruf, dış piyasalarla rekabet gücünü artırılması ve artan kaynak etkinliğiydi. Finansal liberalizasyonun hedeflerinden biri de daha önceleri kontrol edilen nominal faizlerin enflasyonun altında kalması nedeniyle eksi olan reel faizlerin artıya çekilmesiydi. 1981 ile 1988 arasında, Türkiye'nin liberalizasyon programının ilk aşaması olarak bakılabilir. 1989'da dış

sermaye girişlerinin serbestleştirilmesi ile ikinci aşama başlamıştır. İlk dönemde ihracatı teşvik politikaları ön plandadır. Bu politikalar, hem döviz kuru, hem de doğrudan ihracat sübvansiyonları araçlarını kullanmıştır. İmalât sanayiinin ihracata yönlendirilmesi, bu dönemde ihracatı ortalama yılda %15 artırmış, gayri safi milli hâsıla 1983 ile 1987 arasında ortalama %6,5 artmıştır. Bu durumda, gerilemiş olan reel ücretler nedeniyle oluşan maliyet avantajının da payı vardır. İkinci aşama olarak görülen 1981–1987 dönemi ise, ihracat teşviklerinin sağlanması, devletin ekonomideki ağırlığının azaltılması ve dış ticaretin liberalleşmesinin söz konusu olduğu dönemdir. Bu dönemde ihracat gelirleri yılda ortalama %15, gayri safi yurtiçi hâsıla ise yılda ortalama %6,5 artmıştır.

Aynı dönemde reel ücretler gerilemiştir. Kamu kesimi borçlanma gereği, yaklaşık %5 gibi ılımlı bir düzeyde seyretmiştir. Yatırımların gayri safi yurtiçi hâsılaya oranı ise %20 civarında gerçekleşmiştir. Sonuç olarak, Türkiye, finansal alt yapı bakımından hazırlıksızken, siyasi olarak zorunlu hale gelmiş bir kararla 1989'da yabancı sermaye hareketlerini serbestleştirerek iç ekonomiye sıcak para akışı sağlamıştır. 1980 sonrası Türkiye açısından önemli gelişmelerin yaşandığı bir dönem olmuştur. 1984 yılında Türkiye'de döviz piyasası serbestleştirilmiştir. 1986 yılında Interbank piyasası kurulmuş ve Merkez Bankası, açık piyasa işlemlerine başlamıştır. Özel bankaların döviz tevdiat hesabı açmalarına izin verilmiş ve döviz piyasasında işlem yapabilmeleri sağlanmıştır.

Bu haklar, bankaların finans piyasalarındaki belirleyici kurumlar olması sonucunu doğurmuştur. 1980'li yıllarda, sanayi malları ihracatının bileşiminde dönem boyunca ciddi bir değişiklik olmadığı göze çarpmaktadır. Üç temel sanayi dalı, tekstil ve dokumacılık, gıda malları ve demir çelik halen Türkiye'nin sanayi malları ihracatının çok büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Sanayi malları ihracatının yapısındaki durgunluk veya sınırlı değişim, ihracata dönük sanayi kesiminde yeterli düzeyde yatırım yapılamamış olması ile yakından ilgilidir.²⁴² 1988 yılında fiili doğrudan yabancı sermaye yatırımı ilk kez yaklaşık 500 milyon dolara ulaşmıştır. Daha sonraki yıllarda da artış trendini sürdürerek 1992 yılında 1,2 milyar Dolara kadar yükselmiştir. Bu tutar ile Türkiye doğrudan yabancı yatırımlar ve kişi başına düşen yabancı yatırım miktarı açısından gelişmekte olan ülkeler arasında ön sıralarda yer almıştır. 1980'li ve daha sonraki yılların bir diğer özelliği ise, bankacılık sektörünün kullandığı kredilerin gelişimidir.²⁴³

²⁴² TÜSİAD, "Sanayileşmede Yönetim ve Toplumsal Uzlaşma", s.88.

²⁴³ Ömürgönülşen, "Kamu Sektörünün Yönetimi Sorununa Yeni Bir Yaklaşım", s.20.

Tablo 2: 1980 ile 1990 Seneleri Arasında Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Sermaye(Milyon Dolar)²⁴⁴

Yıllar	İzin Verilen Yabancı Sermaye	Fiili Giriş	Firma Sayısı (Birikimli)
1980	97	35	78
1981	337	141	109
1982	167	103	147
1983	103	87	166
1984	271	162	235
1985	234	158	408
1986	364	170	619
1987	655	239	836
1988	821	488	1.172
1989	1.512	855	1.525
1990	1.861	1005	1.856

1981 yılından itibaren, kredilerdeki büyümenin mevduattaki büyümenin gerisinde kalmasına bağlı olarak, kredi /mevduat oranında önemli bir azalma meydana gelmiştir.²⁴⁵ 1980 sonrasında Türkiye'ye yönelen yabancı sermaye izinleri incelendiğinde, 1980'de 97 milyon dolardan 1981'de 337 milyon dolara yükselerek hızlı bir artış gösterdiği görülmektedir. İkinci sıçrama 1987 yılında gerçekleşmiş, 1986 yılında 364 milyon dolar olan yabancı sermaye izinleri 1987 yılında 655 milyon dolara yükselmiştir. Tablo 2'ye bakıldığında, 1980'den sonra Türkiye'ye yönelen doğrudan yabancı sermaye rakamları görülmektedir. 1980 yılında Türkiye'de gerçekleşen fiili sermaye girişi 35 milyon dolar iken, 1985'te 158 milyon dolar düzeyine ulaşmıştır. İmalat ve hizmetler sektörleri yabancı sermayenin ağırlıklı olarak yoğunlaştığı sektörler arasındadır. Fakat söz konusu sektörlerin ağırlıklarına bakıldığında yıllar itibariyle büyük dalgalanmalar göze çarpmaktadır. 1980

²⁴⁴ Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, *Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü 2001 Yılı Raporu*, s.34.

²⁴⁵ Muharrem Afşar, *Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi*, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2004, s.132.

yılındaki toplam yabancı sermaye izinlerinden imalat sanayi %91,5 gibi çok büyük bir pay alırken, yıllar itibariyle bu payda hissedilir düşüşler olmuş, 1987'de %44,8'e gerilemiştir.

Hizmetler sektörü ise, 1980 yılında yabancı sermaye izinlerinden yaklaşık olarak %8,5 oranında pay alırken, özellikle bazı yıllarda bu payını oldukça yüksek düzeylere çıkarabilmiştir. Yabancı sermaye yatırımlarında 1980 sonrası dönemde hızlı bir artış gözlenmiş olsa da Türkiye, gelişmiş ülkelere göre gelişmekte olanlara yönelik yabancı sermaye yatırımlarından oldukça küçük bir oranda faydalanmıştır. 1982 yılında gelişmekte olan ülkelere doğru fon akışının yıllık tutarı 15 milyar dolar civarında olmuş buna karşın aynı yıl Türkiye'ye gelen yabancı sermaye miktarı 167 milyon dolar ile sınırlı kalmıştır.

Bu durumda, Türkiye'nin yabancı sermaye girişinden %1 gibi oldukça minimum düzeyde faydalandığı görülmektedir. 1989 yılı öncesinde talep genişlemesi ya da büyüme cari açığa neden olurken, cari açık sermaye girişleri yoluyla kapatılmakta idi. Oysa 1989 sonrasında büyüme süreci, doğrudan doğruya sermaye girişlerine bağlı olmaya başlamış, sermaye girişlerinin büyük boyutlara ulaştığı yıllarda yüksek büyüme hızlarına ulaşılırken, yüksek büyüme hızları ise cari açıklarla sonuçlanmaya başlanmıştır. Başka bir ifadeyle, ulusal ekonomide birikim ve büyüme dinamikleri büyük ölçüde dış sermaye hareketlerine ve dolayısıyla dünya finans piyasalarının bağımlı olmaya başlamıştır.²⁴⁶ Türkiye'de 1989 yılında sermaye hareketlerinin tamamen serbestleşmesiyle birlikte artan sermaye girişleri, Türkiye'nin iç dinamiklerinden kaynaklanan sorunları geçici olarak bertaraf etmeyi başarmış ancak uzun vadeli sürdürülebilir bir büyüme sürecini beraberinde getirememiştir.

Nitekim 1990 sonrası dönemde patlak veren iki büyük krizde, Türkiye'deki finansal serbestleşme ile yakından ilgilidir.²⁴⁷ 1980 ile 1990 yılları arasındaki dönemde ekonomide meydana gelen gelişmeler, iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, ülke ekonomilerinin bütünleşme yolunu tercih ederek ekonomide serbestleşme eğilimlerinin artması devletlerin korumacı politikalarını terk edip dışa açılma politikalarına yönelmesine neden olmuştur. Bu durum ise, devletlerarasındaki ilişkilerin her alanda daha da yoğunlaşmasına sebep olmuştur. Dünyada yaşanan bu gelişmeler neticesinde, çeşitli uluslararası anlaşma ve sözleşmeler yapılarak mal ve hizmet ticaretinde liberal politikalar benimsenmiş ve 1970'lerden itibaren çok uluslu şirketlerin de ortaya çıkmasıyla birlikte sermaye, ulusal sınırları aşarak uluslar arası alanda yeni pazarlar bulmaya çalışmıştır.

²⁴⁶ Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, s.37.

²⁴⁷ C.Alper, Z.Öniş, "Finansal Küreselleşme Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrası Türkiye Deneyimi", *Doğu-Batı*, 2001, s.205.

1980'li yılların en büyük başarısı, ihracat alanında kaydedilmiştir. Özellikle dönemin ilk yarısında, yeni ekonomik model mevcut sanayi yapısını iç pazardan ihracata kaydırmakta ve buna paralel olarak ihracatın yapısını çok kısa bir sürede tarım ağırlıklı bir yapıdan sanayi ağırlıklı bir yapıya dönüştürmekte büyük başarı sağlamıştır. İhracat atılımına ek olarak dönemin bir başka çarpıcı özelliği de ulaştırma, haberleşme ve enerji gibi alt yapı alanlarında kaydedilen önemli gelişmelerdir. Bütün bu olumlu gelişmelere rağmen 1980'li yılların ilk yarısında oluşturulan ihracat hamlesinin son yıllarında aynı tempoda sürdürülemediğidir.²⁴⁸

1980 sonrası kurulan hükümetlerin programlarında, özellikle yabancı sermaye göz önüne alınarak yabancı sermaye yatırımlarının teşviki için karşılıklı güven verici ve istikrarlı bir ekonomik ortamın sağlanması, ekonomideki gelişmenin sağlanarak kalkınma hızının artırılması ve işsizliğin azaltılması dikkate alınmıştır. Ayrıca yabancı yatırımcıların uzun vadeli doğrudan yatırımlara teşvik edilmesi, uluslararası alanda mal ve hizmet üretimi ile doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının artırılmasına bağlı bir büyüme modeli geliştirilmesi, kamu açıkları ve sıcak para girişine dayalı büyüme modeli yerine, verimlilik artışı, atıl üretim kapasitelerinin harekete geçirilmesi gibi konular 1980 sonrası hükümet programlarında yer almıştır. 24 Ocak kararları ile birlikte Türkiye'de kurumsal açıdan büyük değişiklikler olmuştur. Bu kararların alınmasından sonraki dönemde 1984'de Kamu Ortaklığı İdaresi ve 1986'da ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, faaliyete başlamışlardır. 1981 yılında 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe konulmuştur. 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmuştur.

Ayrıca, yeni kurumların yanı sıra, yeni finansal araçlar da kullanılmaya başlanmıştır. Bunların başlıcaları, mevduat sertifikaları, yatırım fonları, finansman bonoları, menkul kıymet yatırım fonları olarak sıralanabilir. Türkiye'de hisse senetleri ve sabit getirili menkul kıymetlerin işlem gördüğü İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Temmuz 2002'de kurulan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası mevcuttur. Son finansal krizi takiben İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesindeki vadeli işlemler piyasası çok etkin değildir. Sadece bankaların işlem yapabildiği bu piyasada yüksek teminatlar nedeniyle hacim istenen boyutlara ulaşamamıştır. Borsaya kote şirket sayısında meydana gelen artışlar, zaman içerisinde hisse senedi ihraç ederek sermaye piyasasından kaynak sağlayan şirket sayısını göstermektedir. Azalışlar ise, çeşitli sebeplerle borsa kotundan çıkan veya çıkarılan şirketleri ifade etmektedir. 1995–2000 dönemine bakıldığında

²⁴⁸ TÜSİAD, "Sanayileşmede Yönetim ve Toplumsal Uzlaşma", s.88.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda kote şirket sayılarında, hızlı bir artış yaşanmıştır. Ancak kriz sonrası kotasyondan çıkarmalar ve sınırlı halka arzlar nedeniyle, halka açık şirket sayısında düşüş izlenmiştir. Özelleştirme konusunda genel bir değerlendirme yapıldığında ise, Türkiye şartlarında istenilen düzeye gelindiği görülmektedir. Bunun en önemli sebeplerinden bir tanesi anayasa dâhil hukuki alt yapı eksikliği oluşturmaktadır. Özelleştirme sadece sermaye piyasalarında oldukça fazla yararlanılması gereken bir alandır, çünkü diğer ülkelerdeki uygulamalara bakıldığında özellikle İngiltere'de Avustralya'da, diğer ülkelerde sermayenin tabana yayılmasıyla ilgili önemli bir mekanizma olarak özelleştirme kullanılmıştır. Ekonomik yapının sermaye piyasalarını sorunlarını aşmasına yardımcı olacak nitelikte olabilmesi için ülkenin içinde bulunduğu koşullara göre iyi bir ekonomi politikanın uygulanıyor olması gerekmektedir.²⁴⁹ 1980–1987 döneminde Türkiye'de yabancı sermaye girişleri yılda 500 milyon doların altında seyrederken 1989–1999 döneminde büyük bir ivme kazanarak ortalama bir milyar dolar düzeyinde seyretmiştir. Bu noktada 2001 yılında yaşanan kriz ve devalüasyon nedeni ile ucuzlayan firmalara yapılan yatırımların da etkili olmuştur. Küresel düzeyde yabancı doğrudan sermaye yatırımlarını ülke ekonomisine çekmesi bakımından Türkiye, Çin'in, Avrupa'da ise Macaristan ve Polonya'nın çok altında yer almıştır. Dış kaynak gereksinimi “sıcak para”, yani kısa vadeli portföy yatırımları ile Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası gibi resmi kaynaklarınca karşılanmıştır. Borsaların ülke ekonomilerindeki yeri ve öneminde genel bir göstergesi olması açısından işlem gören şirketlerin piyasa değerinin gayri safi yurtiçi hâsılaya oranı kullanılmaktadır.

Türkiye ekonomisinde de sermaye piyasasının payı yıllar içinde artmış, ancak, 2000 ve 2001 yıllarındaki krizler sonrasında gerileyen piyasa değeri nedeniyle bu oran %20'lere düşmüştür.

Sabit getirili menkul kıymetler; kamu ve özel sektör borçlanma senetleri olarak ikiye ayrılabilir. Devlet tahvili ve hazine bonusu kamu borçlanma gereğinin fazla olduğu ülkelerde ağırlıklı paya sahip iken, bu bakımdan daha dengeli olan ekonomilerde özel şirket tahvil ve bonolarına talep artmaktadır. Türkiye'de son yıllarda kamu kesimi borçlanma gereği oldukça artmış olup sabit getirili menkul kıymetlerin tümü kamu kesimi tarafından ihraç edilen devlet tahvili ve hazine bonolarından oluşmaktadır. 1995 yılında finansman bonusu, varlığa dayalı menkul kıymet gibi özel sektör borçlanma senetlerinin

²⁴⁹ Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği, *II. Sermaye Piyasaları Arenası, Avrupa Birliğine Doğru Türkiye Sermaye Piyasalarında Sorunlar ve Çözümler*, Graphis Matbaa, 14–15 Eylül 2004, s.33–34.

toplam sabit getirili menkul kıymet içinde oranı %6 olduğu görülmektedir. Türkiye’de 1980 sonrası dönemde bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine yönelik kısıtlamalar kaldırılmış, mevduat ve kredi faiz oranları serbestleştirilmiş, kişilere portföylerinde döviz bulundurma imkânı tanınmış, mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ile buradan elde edilen gelirlerin üzerindeki vergiler azaltılmıştır. Ayrıca, aracılık hizmetlerinin maliyetleri düşmüş, mali sistem kurumsallaştırılmış, yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına ilişkin getirilen kısıtlamalar azaltılmıştır. Menkul kıymet piyasaları oluşturularak, şirketlere yeni finansman kaynakları yaratılmıştır. 1988 ve 1989 senelerinde yaşanan ekonomik durgunluktan çıkabilmek ve yabancı sermayeyi çekebilmek için 1989 yılında 32 sayılı kanun hükmünde kararname çıkarılarak, sermaye hareketleri tamamen serbestleştirilmiştir. Türkiye, bu kararname ile sermaye hareketleri açısından en serbest ülkelerden birisi olmuştur. Yabancı finans kurumlarının mali piyasalarda, özellikle menkul kıymetler piyasalarında serbestçe faaliyetleri sağlanmış, portföy yatırımları teşvik edilmiş ve yerli kurumlarında aynı faaliyetleri yurtdışı mali piyasalarda yapmaları serbest bırakılmıştır. Döviz, Türk Lirası’nın tam ikamesi haline gelmiş ve döviz kurları, cari işlemler hesabının açıkları ve fazlalıkları yerine, sermaye hareketlerinin belirlediği bir fiyata dönüşmüştür.²⁵⁰

1990’lı yıllar boyunca, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle, portföy yatırımı amacıyla ülkemize gelen sermaye miktarında hızlı bir artış görülmüştür. Portföy yatırımı amacıyla ülkeye sermaye girişinin brüt sermaye girişine oranı, 1992 yılında menkul kıymetler piyasalarının açılmasıyla, hızla artmış ve 1990 yılında %8 olan bu oran 1992’den itibaren %45 ile %55 arasında değişmiştir.

Buna karşılık doğrudan yabancı sermaye girişlerinin brüt sermaye girişine oranı, 1990’lı yıllar için ortalama %4 civarında gerçekleşmiş, 1999 yılında %2’ye kadar düşmüştür. Türkiye’nin yabancı sermaye yapısı, 1990’lı yıllara bakıldığında kısa vadeli sermaye girişi ağırlıklıdır. Özellikle doğrudan yabancı sermaye girişinin oldukça düşük düzeylerde kaldığı göze çarpan diğer bir noktadır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden bu yana ülkemiz, sermaye akışını kısa vadeliden, uzun vadeliye değiştirememiş, 1990’lı yıllar içerisinde iki defa krizle karşılaşmış, 2000’li yıllarda da 2001 ve 2008 yıllarında ekonomik krizlere yakalanmaktan kurtulamamıştır. Net sermaye akımları 1996 ve 1997 yıllarında GSMH’nin % 4’üne kadar ulaşmıştır. 1991 ve 1994 krizleri dışında net sermaye akımları 1990’lı yıllarda GSMH’nin %2’si seviyesinde

²⁵⁰ ftp://ftp.dpt.gov.tr/pub/ekosos/dtod.zip(02.04.2011)

bulunmaktaydı. Bu oran, o dönem Brezilya'daki ve Endonezya'daki orandan düşük, Meksika'daki ve Tayland'daki orandan daha düşük bir orandır. 1989 yılında çıkarılan 32 sayılı kararname ile serbest bırakılan sermaye hareketleri sonucu doğrudan yabancı sermaye hareketlerinde fazla bir değişiklik olmazken, kısa vadeli sermaye girişlerde büyük artışlar olmuştur. Yüksek faizli ve kısa vadeli kamusal borçlanma senetlerinin ihracı yoluyla sürdürülen borçlanma politikası, borç stokunun giderek kabarmasına ve borcu borç ile ödeme kısır döngüsüne yol açmıştır. Risk ve getiri açısından son derece cazip kamusal borçlanma senetlerine yatırım yaparak para kazanma alışkanlığını edinen özel sektör birimleri, uzun vadeli üretim faaliyetlerini hayata geçirmede çekingen bir tutum göstermişlerdir. Türkiye'de borç stokundaki artış eğilimi özellikle 1989 yılından sonra belirgin bir şekilde ortaya çıkmıştır. 1989 yılında sermaye hareketlerinin önündeki engellerin ortadan kaldırılması sonucu, kısa vadeli sermaye girişlerinde ciddi bir artış ortaya çıkmıştır. Dış finansal serbestleşme stratejisinin uygulanması ile birlikte, sermaye girişlerini özendiren asıl faktör, yüksek faizli ve kısa vadeli kamusal borçlanma senetlerinin sağladığı cazip getiridir. Mali disiplini sağlamak bir yana, ekonomideki yapısal sorunlara kayıtsız kalan siyasal iktidarlar, popülist harcamalarını finanse etmek amacıyla, ulusal paranın değerlenmesine yol açan kur politikasını uygulamaktan çekinmeyerek, kısa vadeli sermaye girişleri ile desteklenen bir finansman politikası uygulamışlardır. Bu ortamda bankacılık sektörü de özel kesime kredi olanağı sağlamak yerine yüksek getirili kamusal borçlanma senetlerine yatırım yapmayı tercih etmiştir. Kurların baskı altında olduğunu gören bankalar, döviz cinsinden ifade edilen yükümlülüklerinin artması pahasına, dışarıdan ucuz maliyetler ile sağladıkları fonları yüksek reel faizler ile devlete borç vermişlerdir. Görünürde kârlı gibi görünen bu strateji, kurlarda bir artış olduğunda ülkeyi ciddi finansal krizler ile karşı karşıya bırakmıştır.

Tablo 3: Türkiye 'de Hazine Bonolarının Kârlılığı²⁵¹

YILLAR	GSMH Büyüme Oranı(%) (A)	TEFE (%) (B)	(TOPLAM (A+B) C)	Hazine Bonosu Faiz Oranı (%) (D)	Fark (%) (C-D) (E)
1990	9,4	60,2	69,6	54,0	15,6
1991	0,3	66,0	66,3	81,4	-15,1
1992	6,4	70,1	76,5	88,2	-11,7
1993	8,1	66,4	74,5	87,5	-13,0
1994	-6,1	106,2	100,1	152,4	-52,3
1995	8,0	93,2	101,2	122,8	-21,6
1996	7,1	79,4	87,1	135,2	-48,1
1997	8,3	85,3	93,6	109,7	-16,1
1998	3,9	83,6	87,5	118,1	-30,6
1999	-6,1	63,6	57,5	109,5	-52,0
2000	6,3	53,9	60,2	38,5	21,7
2001	-9,5	53,9	44,5	83,6	-39,1
2002	7,9	44,8	52,6	75,2	-22,6

Tablo 4: Türkiye'de Reel Faiz Getirileri²⁵²

YILLAR	Hazine Bonosu Faiz Oranı (%) (A)	Döviz Kurları (1\$/TL) (B)	Döviz Kuru Değişimleri (%) (C)	Fark (%) (A-C) (D)
1990	54,0	2927	0,0	-
1991	81,4	5074	73,4	8,0
1992	88,2	8555	68,6	19,6
1993	87,5	14458	69,0	18,5
1994	152,4	38418	165,7	-13,3
1995	122,8	61054	58,9	63,9
1996	135,2	107555	76,1	59,1
1997	109,7	204750	90,5	19,2
1998	118,1	312720	52,7	65,4
1999	109,5	540098	72,7	36,8
2000	38,5	671765	24,4	14,1
2001	83,6	1439567	114,3	-30,7
2002	75,2	1634501	13,5	61,7

²⁵¹ Muhammed Akdiş, "Kısa Vadeli Sermayenin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi", *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Sayı:36, İstanbul, 2004, s.11.

²⁵² Akdiş, a.g.m. s.12.

1990'lar boyunca portföy yatırımlarının büyük bir bölümü kısa vadeli akımlar şeklinde gerçekleşmiştir. Bu portföy yatırımları, hisse senetlerinden ziyade, Hazinesin çıkarmış olduğu borç senetlerine yönelik olarak gerçekleşmiştir.²⁵³

Bu tür likidite artışı öncelikle kamu harcamalarının rahatlıkla finanse edilmesine olanak sağlayarak, kamu harcamalarının artmasına ve aynı zamanda yerli paranın değer kazanmasına neden olup ithalatı ucuzlatarak iç mal piyasasındaki toplam talep baskısının artmasına yol açmıştır.²⁵⁴

Türkiye'deki hazine bonolarının getirilerine bakıldığında da, borçlanmanın çok yüksek bir maliyetle gerçekleştiği görülmektedir. Hazine bonusu faizleri, 1990 yılından itibaren, enflasyon ve GSMH büyüme oranı toplamından yaklaşık %13 ile %53 oranında bir fazlalık göstermiştir.²⁵⁵ Bu durum, reel faizi yabancı yatırımcılar için çok cazip kılmaktaydı.²⁵⁶

Türkiye'deki döviz kuru değişimleri, hazine bonolarının faiz getirilerini telafi etmekten uzak kalmış, 1994 ile 2001 yılları hariç, 1990 ile 2002 yılları arasındaki dönemde, yatırımcılar yaklaşık %8 ile %65 gibi çok büyük kârlar elde etmişlerdir.²⁵⁷

Dünyadaki reel faiz bu dönemde ortalama %2 seviyesinde olduğu düşünülürse, Türkiye'deki reel faiz bu dönemde ortalama %15 seviyesinde bulunmakta olup bu da uluslararası piyasalar açısından oldukça yüksek bir oranı temsil etmektedir.²⁵⁸ Dolayısıyla, Türkiye'ye dışarıdan gelen sıcak para için çok büyük kârlar elde etmek, mümkün duruma gelmiştir. Faiz farklılıklarından kaynaklanan pozitif getiri, 1990'lı yıllarda 1991 yılındaki Körfez Savaşı dönemi hariç, 1989 ile 1999 yılları arasında açıktan amaçlı fonları, yani, sıcak parayı uyarıcı bir etken olmuştur.²⁵⁹

1994 yılındaki ekonomik kriz nedeniyle zamanın hükümeti, IMF ile yapılan anlaşma sonrası, IMF'nin de telkinleriyle özelleştirme, KİT'lerin iyileştirilmesi, kamu sektöründe daha akılcı istihdam, yerel yönetimlere ilişkin yönetsel ve finansal düzenlemeler ile sosyal güvenlik reformu düzenlenmiştir. Bu reform sonucu, ekonomide iç talepteki canlanmanın etkisiyle 1995–1997 döneminde GSMH büyüme hızı, ortalama %7,8 oranında gerçekleşmiştir.

²⁵³ www.eso.es.net(29.03.2011)

²⁵⁴ Balkan, Biçer, Yeldan, a.g.m. s.3.

²⁵⁵ www.tcmb.gov.tr(04.04.2011)

²⁵⁶ www.eso.es.net(29.03.2011)

²⁵⁷ www.tcmb.gov.tr(04.04.2011)

²⁵⁸ Balkan, Biçer, Yeldan, a.g.m. s.3.

²⁵⁹ www.tcmb.gov.tr(04.04.2011)

Fakat 1998 yılında Rusya krizinin etkisiyle yılın ikinci yarısında yoğun sermaye çıkışları nedeniyle net sermaye girişi 1 milyar \$'ın altına inmiştir. 1995 yılında erken seçim kararı alınması, istikrar programı uygulamalarına son verilmesi ve seçim ekonomisi uygulanmaya başlanması sonucu, tekrar kamu açıkları artmaya başlamış ve gene bu açıklar sıcak para girişleriyle desteklenmeye başlamıştır. Bu yıllarda Türk Lirası, yine değer kazanmaya başlamış ve ihracatın, ithalatı karşılama oranı tekrar düşmüştür. 1990'lı yıllara bakıldığında ihracatın ithalatı karşılama oranı kriz dönemlerinde daha yüksektir, bu ise o dönemlerde uygulanan istikrar programları, iç piyasada tüketim talebinin daralması, ekonomik büyümenin eksi değerlere düşmesi sonucu ara malı ithalatının azalması gibi sebeplerle ithalat düşmekte ve ihracatın ithalatı karşılama oranı yükselmektedir.²⁶⁰

*Tablo 5:Dış Ticaret Göstergeleri*²⁶¹

YILLAR	X	X/GSYİH	M	X/M
1989	11.625	10,7	15.792	0,74
1990	12.959	8,6	22.302	0,58
1991	13.593	8,9	21.047	0,65
1992	14.715	9,1	22.871	0,64
1993	15.345	8,5	29.428	0,52
1994	18.106	13,8	22.270	0,81
1995	21.637	12,6	35.709	0,61
1996	23.224	12,6	43.627	0,53
1997	26.261	13,5	48.585	0,54
1998	26.974	13,1	45.921	0,59
1999	25.587	13,6	40.671	0,63
2000	27.755	13,7	54.503	0,51
2001	31.334	15,9	41.399	0,76
2002 ¹	36.059	15,6	51.554	0,70
2003 ¹	47.253	15,5	69.340	0,68
2004 ¹	63.167	16,2	97.540	0,65
2005 ¹	73.476	15,3	116.774	0,63
2006 ¹	85.535	16,2	139.576	0,61
2007 ¹	107.272	16,5	170.063	0,63
2008 ¹	132.027	17,1	201.964	0,65

X/GSMH: İhracatın gayri safi milli hâsıla içindeki payı

M: İthalat miktarı (milyon \$) Açıklamalar: X: İhracat miktarı (milyon \$)

X/M: İhracatın ithalatı karşılama oranı

(1) 2001 yılından itibaren para tabanlı altın dışında kalan tüm altın ticareti dâhil edilmiştir.

²⁶⁰ www.eso.es.net(29.03.2011)

²⁶¹ www.tcmb.gov.tr(04.04.2011)

Tablo 6: 2000–2008 Döneminde Sermaye Hareketleri²⁶²

YILLAR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
A.CARI İŞLEMLER DENGESİ	-	3760	-626	-7515	-14431	-22088	-	-	-
B.SERMAYE HAREKETLER (REZERV HARIÇ)	9920	13882	1237	7044	17602	42742	44216	49493	32997
DOĞRUDAN YATIRIM.	112	2769	939	1252	2005	8967	19261	19940	15633
PORTFÖY YATIRIM.	1022	-4515	-593	2465	8023	13437	7373	717	-5046
U. VADELİ SERM. HAR.	4276	-1130	2170	-956	6065	13384	28139	33064	23453
K.VADELİ SERM. HAR.	4200	11006	1279	4283	1509	6954	10557	-4228	-1043

2000’li yıllara baktığımızda ise 2004 ve sonrası yıllarda yapılan özelleştirme ve yabancılara gayrimenkul satışı nedeniyle artan doğrudan yatırımların dışında pek bir farklılık göremiyoruz.

Yine cari açıklar ve ekonomik krizler görülmekte, cari açıklar ise yine büyük oranda kısa vadeli portföy yatırımlarıyla kapatılmakta ve tek fark olarak, cari açıkları kapatmak için bu kez özelleştirmeler dolayısıyla artan doğrudan yatırımların da devreye girmesini söyleyebiliriz.

2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonucunda 13,8 milyar ABD doları net sermaye çıkışı yaşanmıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin bir sonucu olarak, 2001 yılında 2000 yılına göre önemli şekilde değişmiştir.

2000 yılında Hazine’nin yurtdışı piyasalardan sağladıkları kısa vadeli krediler ve kasım krizine kadar olan dönemlerde yabancılardan portföy yatırımları, yıl genelinde gerçekleşen sermaye girişlerini oluşturmuştur.²⁶³

2001 yılında ise yaşanan ekonomik krizle beraber, sözü geçen kanalların tümünden net sermaye çıkışı yaşanmış, net sermaye girişi ağırlıklı olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından kaynaklanmıştır.

²⁶² www.tcmb.gov.tr(04.04.2011)

²⁶³ www.eso.es.net(29.03.2011)

Bu artış da, 2001 yılında üçüncü GSM lisans satış gelirin tahsil edilmesi, TMSF bünyesindeki bir bankanın yabancı bir bankaya satılması ve bir otomotiv üreticisinin ortaklık payını yabancı ortağına satması sonucunda elde edilen gelirlerin payı büyüktür, nitekim bu satışlar sonucunda o yıl doğrudan yabancı yatırımlar 3,3 ABD Doları olarak gerçekleşmiştir.²⁶⁴

2002 yılında ise 2001 krizinin etkisiyle portföy yatırımları çıkışlar nedeniyle negatif olmuş, doğrudan yatırımlar ise yabancı yatırımcıların güvensizliklerinden dolayı ancak 863 milyon ABD Doları olmuştur.

Bankacılık dışı özel sektörün uzun vadeli kredi kullanımına yönelmesiyle uzun vadeli krediler artarak 2.170 milyon dolara çıkmış ve cari açıklar bu şekilde kapatılmıştır. 2003 yılında ise yine kısa vadeli krediler ve portföy yatırımları belirleyici olmuştur.

2004 yılında ise yine 2002 yılındaki gibi özel sektörün kullanmış olduğu uzun vadeli krediler belirleyici olmuştur. 2005 yılında da 2004 yılında olduğu gibi sermaye hareketleri giriş yönlü olmuştur.

Doğrudan yatırımlar yabancıların yurtiçinde sermaye yatırımları ve gayrimenkul alımları şeklinde gerçekleşmiştir. 2005 yılının ardından 2006 yılında da özelleştirme ve şirket birleşmelerinin devam etmesi doğrudan yatırımları yüksek seviyelere çıkarmıştır.

Ve yabancıların yurtiçinde gayrimenkul alımları da doğrudan yatırım girişlerinde önemli bir yer tutmaktadır. 2010 yılında gerçekleştirilen özelleştirme ve şirket birleşmeleri, tablo 7’de verilmiştir.

Bu tabloda dikkat çeken diğer bir nokta, Türkiye’ye özelleştirme ve şirket birleşmeleri şeklinde yatırım yapan yatırımcılar, çoğunlukla bankacılık, sigortacılık, taşımacılık, perakende gıda ve içecek sektörü ile haberleşme alanları gibi kısa sürede kendini amorti edecek, iç piyasaya hizmet eden ve iç piyasada getirisi yüksek alanlara yatırım yapmışlardır.²⁶⁵

Bu durum, 24 Ocak 1980 politikalarında belirtilen ithal ikamesi yerine, dışa açık büyüme modeliyle çelişmektedir. 2007 ve 2008 yıllarında portföy yatırımlarında düşüş, doğrudan yatırımlarda ise özelleştirme ve gayrimenkul satışları nedeniyle artışlar devam etmiştir. 2008 yılında ekonomik krizle birlikte cari açık 41,6 milyar dolar seviyesine ulaşarak, büyük bir artış göstermiştir.

²⁶⁴ Net olarak ise, 2,769 ABD Doları olarak gerçekleşmiştir.

²⁶⁵ www.tcmb.gov.tr(04.04.2011)

Tablo 7:Türkiye'ye 2010 Senesinde Gelen Yabancı Sermaye Yatırımları(Milyon ABD Doları)²⁶⁶

Yatırım Yapan	Gelen Sermaye	Sektör	Yatırım
Vodafone International Holdings	Vodafone/Telsim	Taşıma, Depo, Haberleş	4690
National Bank of Greece	Finansbank	Finansal Aracılık	2774
Dexia	Denizbank	Finansal Aracılık	3220
Oger Telekom	Oger/Türk telek.	Taşıma, Depo, Haberleş.	1500
OMV Aktiengesellschaft	Doğan Hold./POAŞ	Toptan ve Perk. Tic.	1054
Goldman Sachs/Babcock&Brown/	Tepe/Afken/TAV	Taşıma, Depo, Haberleş	395
Global Inv. House/İslam Kalk. Bnk.			
TPG Partners IV LP	Martini/Mey içki	Toptan ve Perk. Tic.	333
Groupama International	Başak Sig.ftEmekli.	Finansal Aracılık	268
Fortis Banque	Fortisbank	Finansal Aracılık	201
Tarshish Hapoalim ft Investments	Bankpozitif	Finansal Aracılık	93
Canbury Schweppes	Kent Gıda	Gıda, Meşru. ve Tüt.	95
The International Investor	Adabank	Finansal Aracılık	29
Diğer Doğrudan Serm. Yat.			3165
Toplam			17,817

Burada da diğer krizlerde olduğu gibi cari açığındaki kötüleşme bir yıl öncesinden başlamaktadır. Yine 2001 krizinde olduğu gibi kısa vadeli portföy yatırımlarında yurt dışına çıkışlar yaşanmıştır. Ayrıca, 2009 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşen %13,5 oranındaki küçülme de 1929 ekonomik krizinden bu yana gerçekleşen en büyük küçülme oranıdır.

2.2.Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Yatırım-Tasarruf Üzerine Etkilerinin İktisadi Değişkenler Bağlamında İncelenmesi ve Değerlendirilmesi

2.2.1.Döviz Kuru Değişkeni Bağlamında

Bir ülkeye sermaye hareketlerinin gelmesi için öncelikle sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve daha sonra döviz kurunun değer kaybetmesi gerekmektedir.²⁶⁷ Bununla birlikte sermayenin yöneleceği ülkenin yurt içi faiz oranlarının yurt dışı faiz oranlarından yüksek olması gerekmektedir. Bu gerekliliğin sağlanması durumunda ülkeye yoğun bir sermaye girişi olması beklenmektedir. Bunun sonucu olarak ülkeye gelen yabancı sermaye yerli piyasada döviz bolluğuna sebep olacağı için ülkeye giren yabancı paranın değeri düşerken, ulusal para, değer kazanmaktadır.

²⁶⁶ www.tcmb.gov.tr(04.04.2011)

²⁶⁷ Yasemin Türker Kaya, *Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellemesi: Türkiye Örneği*, DPT Yayın No:2448, Ağustos 1998, s.42.

Spekülatif hareketlerden kazanç sağlamak hedefli sermaye hareketleri beklediği kârı sağladığında tıpkı geldiği gibi hızla çıkararak döviz dengelerini bozmaktadır. Sermaye hareketlerinin, kendi mantığı gereği hareket etmesi ile kendi istikrarsızlığını gittiği ülkelerin ekonomilerine de yansıtmaktadır. Özellikle döviz piyasası bu tür sermaye hareketlerinden en çok etkilenen bir değişkendir. Türkiye’de ülkeye gelen yabancı sermayenin hacmi, dış ticaret ve piyasalar üzerindeki kontrollerin kaldırılmaya başlandığı 1980’li yıllardan itibaren hızla büyümektedir. Kendi dolaşım mantığı açısından dönemsel dalgalanmalar göstermektedir. Buna paralel olarak döviz piyasası da bu sermaye hareketlerine eslik ederek Türkiye’ye kısa vadeli sermaye girişi yükseldiğinde döviz kuru düşmekte, sermaye çıkışı olduğunda da döviz kuru yükselmektedir. Türkiye, 1980 yılından beri ısrarla üzerinde durduğu dışa açılma politikalarının sonucu olarak bu tarihten itibaren yabancı sermayenin hacmi ve karakteri değişmiştir. Yabancı sermaye, hacim olarak artmış fakat vadeli kısalmış ve amacı üretim ve istihdam yaratan yatırımlara yönelmeyen hisse senedi piyasaları ve hazine bonoları gibi parasal varlıklara yönelen bir yapıya bürünmüştür. Bu dönemlerde yapılan reformlar ve liberalleşme hareketleri, sermaye girişlerini artırmış, buna bağlı olarak döviz kuru düşmüştür. 2002 yılından itibaren 2005 yılındaki küçük dalgalanmayı göz ardı edersek, bu yıldan itibaren sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki makas açılmaktadır. Bu yıldan itibaren piyasaya sıcak para girişi devam etmekte ve bu nedenle döviz kuru da düşmektedir. Sermaye girişi ile ülkenin cari açık vermesine rağmen döviz kurlarının artmayıp azalması sermaye girişinin devam etmesinden dolayıdır. 1990’lı yıllara gelindiğinde sermaye hareketlerinde ani ve keskin dalgalanmalar görülmektedir. Söz konusu dalgalanmaların çok belirgin bir şekilde gözlemlendiği 1994 ve 2001 yıllarında kısa vadeli sermaye hareketlerinde ve buna paralel olarak döviz kurunda keskin değişiklikler gözlenmiştir. Bu iki dönemde de ortak nokta Türkiye ekonomisinde yaşanan siyasi ve ekonomik krizlerin sonucu sermaye, ülkeyi terk etmiştir. Yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesi sonucu likidite sıkıntısı yaşanmış ve dövize olan talep artmıştır. Buna bağlı olarak döviz kuru da hızla yükselmiştir. Sonuç olarak, özellikle 1980’li yıllardan beri süre gelen Türkiye ekonomisi, spekülatif sermaye hareketlerinin etkisi altında dalgalanan bir kur sistemine sahip olmasından dolayı bu durumun piyasalar üzerinde yarattığı belirsizlik reel sektörü olumsuz etkilemiştir. Uluslararası para hareketlerinin etkileşim alanına giren döviz kuru piyasalarda belirsizliğe sebep olarak ekonomik istikrarsızlığı besleyen bir sisteme dönüşmüştür.

2.2.2.Enflasyon Değişkeni Bağlamında

Türkiye'ye gelen yabancı sermaye, yatırımları finanse etmek için ek bir kaynak oluşturmak yerine, iç talebi artırarak enflasyon oranının yükselmesine neden olmuştur. Türkiye'de sermaye hareketleri, 1980'li yıllarda gerek hacim olarak gerekse oynaklık olarak bir artış sergilemiştir. Türkiye piyasalarında spekülasyon amaçlı sermaye kendi yapısında bulunduran unsurlar gereği ülkeyi terk ettiği dönemlerde sırasıyla döviz kurunu artırmış, döviz kurunun artması ise, ithal malların fiyatını yükseltmiştir. Bu sebepten ötürü artan ithal mal fiyatları, ithal hammadde ya da aramalı kullanılan ürünlerin ve ithal tüketim mallarının fiyatlarını artırmıştır.²⁶⁸

Ayrıca, Türkiye ekonomisinde dolarizasyonun önemli bir seviyede olmasından dolayı dolar ile işlem yapan ekonomik bireyler, ürettikleri ve sattıkları malların ve verdikleri hizmetin değeri doğal olarak artmaktadır. Buna ilaveten döviz kuru sermaye çıkışı ile değeri artan döviz kuru ihracatı desteklemiş ve görece malın az olduğu ülkemizde mevcut alın ihraç edilmesi piyasalarda az bulunan malların fiyatlarını artırmıştır.²⁶⁹ Burada ithal mallarının fiyatlarının artması, döviz ile işlem yapan ekonomik bireylerin ürettikleri mal ve hizmetlerinin fiyatının artması ve ihracattan ötürü mevcut malların fiyatlarında meydana gelen artışlar, enflasyonu artırmıştır.

2.2.3.Ödemeler Dengesi Değişkeni Bağlamında

Gerek iktisadi literatüre gerekse istatistiksel verilere bakıldığında ödemeler bilançosu krizlerinin temel nedeni, cari işlemler açıklarının sürdürülemez boyutlara ulaştığı dönemler olduğu görülmektedir. Türkiye'de de 1970'lerin sonunda, 1994 yılında ve son olarak 2001 yılında yaşanan ekonomik krizlerin pek çok araştırmacı tarafından ödemeler bilançosu kaynaklı olduğu ileri sürülmektedir. Bundan ötürü cari işlemler hesabı ekonomi politikaları hakkında karar alma sürecinde göz önünde bulundurulması gereken en önemli değişkenlerden biridir. 1980'li yıllarda hız kazanan küreselleşme hareketlerinin bir parçası olan finansal liberalizasyon politikaları sonucu, cari işlemler hesabında, Türkiye'nin dış ticareti hacim ve içerik bakımından değişmesine ve sermaye hesabında ise ülkeye gelen yabancı sermayenin hem miktarında hem de geliş amacında önemli değişikliklere neden olmuştur. Fakat buradaki sorun, cari açığın artmasından ziyade bunun nasıl finanse edildiği ile ilgilidir. Aynı düzeyde cari açık oranlarına sahip ülkelerde bu açığın ekonomilerinde farklı sonuçlar doğurabilmektedir.

²⁶⁸ [http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm\(05.04.2011\)](http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm(05.04.2011))

²⁶⁹ [http://www.bilkent.edu.tr/~economics/papers/02-02%20DP_H.Berument.pdf\(06.04.2011\)](http://www.bilkent.edu.tr/~economics/papers/02-02%20DP_H.Berument.pdf(06.04.2011))

Çünkü iktisadi literatüre baktığımızda düşük cari açık oranlarına sahip olmasına rağmen bazı ülkelerde kriz yaşanmış, fakat bazı ülkelerin de sistematik bir şekilde yüksek cari açıklarla ekonomilerini sürdürdüğü görülmektedir.²⁷⁰

Burada Türkiye'nin cari işlemler açığını nasıl finanse etti önem kazanmaktadır. Kısaca, Türkiye'deki durum, sermaye hareketlerinin ülkeye gelmesi ile oluşan döviz bolluğunun tüketimi artırdığı ve bu durumun daha çok ithal mallara olan talebi yükseltmesinden dolayı oluşan cari açıktır.

Yani, Türkiye'de cari açık, aslında iktisadi literatürde pekte istenmeyen bir şekilde finanse edilmektedir. 1980'li yıllardan itibaren sermaye hareketlerinin üzerindeki kontrollerin kaldırılmaya başlanması ile Türkiye'ye yönelen kısa vadeli sermaye girişleri, piyasalarda döviz bolluğu yaşatmış ve böylelikle yabancı paranın değerini düşürmüştür.

Bu durum, piyasadaki likiditeyi artırarak, tüketimin artmasıyla sonuçlanmıştır. Döviz kurunun düşmesi ile ithalat artmış ve ihracat azalmıştır. Bu gelişmelerin sonucu olarak, dış açık büyümüş ve ihracatın ithalatı karşılama oranının düşmüştür. Bu dönemlerde cari işlemlerdeki istikrarsızlığı gören yabancı sermaye ülkeyi terk etme yolunu seçmiştir. Bu durum, kurların yükselmesine, hisse senetlerinin değerinin düşmesine ve kısa vadede likidite sıkıntısı yaşamasına neden olmuştur. Türkiye'de sermaye girişinin olduğu dönemlerde cari işlemler açığı, artan ithalattan ve bu ithalatı yine sermaye ile finanse edilmesinden dolayı dönem dönem krizler yaşanmıştır.²⁷¹

Türkiye ekonomisinin yaşadığı krizleri besleyen ve krizlerin etkilerini derinleştiren yine bu sıcak para olarak tanımladığımız kısa vadeli sermaye hareketleri olmuştur. Bu dönemlerde kendi dolaşım mantığı gereği cari açığın sürdürülemeyeceğini anlayan yabancı sermaye kriz öncesi ülkeyi terk etmişlerdir.

Şekil 1: Sıcak Para Girişinin Makro Ekonomik Etkileri

Yüksek faiz → sıcak para girişi → döviz kurunun değerinin düşmesi →
ithalatın artması → ihracatın azalması → cari açık → milli gelir azalması

Türkiye'de cari işlemler açığı ile sermaye hareketleri arasında uzun dönemli bir ilişki görülmektedir. Cari işlemler açığının yüksek olduğu yılların aynı zamanda sermaye girişlerinin de yoğun yaşandığı yıllar olması bu ilişkiyi desteklemektedir.

²⁷⁰ Erman Erbaykal, "Türkiye'de Ekonomik Büyüme ve Döviz Kuru Cari Açık Üzerinde Etkili midir? Bir Nedensellik Analizi", *ZKÜ SB Dergisi*, Cilt:3, Sayı:6, 2007, s.82.

²⁷¹ Korkut Boratav, "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Eylül 2001, s.14.

1989 yılında kabul edilen 32 sayılı kararla kambiyo kontrollerinin kaldırılması ile sermaye hareketleri üzerindeki bir engel daha kaldırılmıştır.²⁷² Bu durum üzerine 1990'lı yıllara gelindiğinde kamu açıklarına bağlı olarak faiz oranlarının yüksek olmasıyla Türkiye ekonomisine 3000 milyon dolar kadar bir sermaye girişi yaşanmıştır. Sermayenin, ülke sınırları içerisine girmesi ile döviz kuru düşmüş ve ekonomide yapay spekülatif bir büyüme gerçekleşmiştir. Burada yüksek kamu açıklarından kaynaklanan piyasalardaki iç dengesizlik ekonomide bu yaşanan gelişmelerle birlikte dış dengelerde de hızlı bir bozulmaya neden olmuştur. Sermaye girişi ile yükselen döviz kuru, ithalatı hızla artırmış, ihracatı ise yavaşlatmıştır.²⁷³ Bunun sonucunda dış ticaret açığı, önemli boyutlara yükselmekte ve buna bağlı olarak cari işlemler açığı, 2625 milyon dolar seviyelerine çıkmıştır. Bu cari işlemler dengesindeki açık yabancı sermaye sahipleri ve finans kuruluşları tarafından olumlu karşılanmamış ve bir sonraki dönemde 1991 yılında 3020 milyon dolarlık bir sermaye çıkışı ile birlikte cari işlemler açığı, ihracatın nispeten artması sonucu azalmaya başlamıştır. 1993 yılında meydana gelen kriz öncesi enflasyon oranı %114'leri bulması ile başlayan sermaye çıkışı sonucu 15 Ocak 1994'te Türk Lirası'nın, %100'ün üzerinde değer kaybetmesi ile ekonomi, %6,1 küçülme yaşamıştır.²⁷⁴

Bu nedenle, ithalatta meydana gelen bir iyileşme, cari işlemler hesabına da olumlu yansımıştır ve 2.631 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılına gelindiğinde sermaye çıkışı ile başlayan ve krizle sonuçlanan dalgalanma döneminin ardından yapılan devalüasyon sonucu döviz kurunun %133 değer kazanması ve ekonomide meydana gelen %9,5 küçülme ile ithalat gerilemiş ve ihracat artmıştır.²⁷⁵ Bu dönem cari işlemler hesabına olumlu yansımış ve 3.393 milyon dolar olarak belirlenmiştir. Cari işlemler dengesi, büyümenin yavaşladığı ve kriz öncesi yıllarda ya da kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeyi terk ettiği yıllar olan 1989, 1994, 1998 ve 2000 yıllarında fazla vermiştir.²⁷⁶

2.2.4. Tüketim Değişkeni Bağlamında

Türkiye ekonomisinin kuruluşundan itibaren en büyük sorunu, istikrarlı bir büyümeyi gerçekleştirilememesidir. Büyümenin yolu ise, üretmekten, yani, yatırım yapmaktan geçmektedir. Fakat Türkiye ekonomisi, şimdiye kadar, yatırımları yeterli düzeyde gerçekleştirilememiş ve istikrarlı bir ekonomik büyümeyi sağlayamamıştır.

²⁷² Korkut Boratav, *Türkiye İktisat Tarihi*, İmge Kitabevi, Dokuzuncu Baskı, Ankara, Ağustos 2005, s.179.

²⁷³ Mehmet Hüseyin Bilgin, "Döviz Kuru İşsizlik İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir İnceleme", *KOU SBE Dergisi*, 8, 2004/2, s.85.

²⁷⁴ Mustafa Sönmez, *Türkiye Ekonomisinin 80 Yılı*, İTO Yayınları, Yayın No:2004-28, İstanbul, 2004, s.148.

²⁷⁵ Ercan Enç, "Dış Ticaret, Cari Açık ve Kriz", *GÜ İİBF Dergisi*, 2/2001, s.36.

²⁷⁶ Sönmez, *Türkiye Ekonomisinin 80 Yılı*, s.148.

Bunun nedeni ise, Türkiye'nin ulusal gelirin az olması sonucu, mevcut gelirin büyük bir kısmının tüketime yönelmesi, kalan kısmın ise tasarruf edilerek, çeşitli mekanizmalarla yatırımlara yönelmesidir.

Bu yüzden, Türkiye ekonomisinde tüketim oranının yüksek olması dolayısıyla tasarruf miktarının düşük olması, büyüme için yeterli tasarruf miktarı sağlanamamış ya da diğer deyişle tasarruf açığı oluşmuştur.

Bu nedenden ötürü, Türkiye, 1980'li yıllarda ve özellikle 1989 yılında yabancı sermayeyi teşvik için ve dış ticareti artırmak için çıkarılan yasalar ve yapılan çalışmalar, tasarruf fazlası olan ülkelerin fazla tasarruflarına olan ihtiyacından dolayı yapılmıştır.

Fakat bu tasarruflar, Türkiye piyasalarına iki farklı şekilde gelebilmektedir. Uluslararası piyasalardaki bu tasarruf fazlası ya uzun vadeli reel yatırımlar için gelebilmekte ya da kısa vadeli gelen spekülatif amaçlı yatırımlara yönelebilirdi.

Fakat ülkenin ekonomik kalkınmasına ve refah düzeyine olumlu katkılar yapması beklenen uzun vadeli yatırımları çekmek amacıyla yapılan serbestleşme hareketleri, beklentileri karşılamamıştır.

Ayrıca, ülkenin yıllardır hem istikrarsız siyasi otoritelerin varlığı hem de buna paralel olarak yüksek faizli düşük döviz kurlu uygulanan politikaların getirdiği belirsizliklerin, istikrarsızlıkların ve krizlerin bol olduğu bir ekonomiye gelen sermayenin beklenildiği gibi ekonomiye olumlu hiçbir katkısı olmadığı görülmektedir.²⁷⁷

Sermaye hareketleri, yapısı gereği, Türkiye ekonomisi içinde meydana gelebilecek küçük siyasi veya ekonomik dalgalanmalara karşı risk algılamaları yüksek olması ve bu gibi durumlarda ülke dışına, daha güvenli, istikrarlı yatırım ortamlarına yönelmesi, ihtiyaç duyulan yurt içi tasarrufların birikmemesine neden olmaktadır. Büyüme, reel yatırımların yeterli düzeyde olmamasından dolayı istikrarsız bir yapı sergilemiştir. Böylece, Türkiye ekonomisi, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkede kaldığı süre zarfında büyüeyebilen bir ekonomi durumuna gelmiştir.²⁷⁸

Türkiye, 1980'li yıllara kadar uygulanan politikalar ithal ikamesine dayalı büyüme stratejisi üzerine kurulmaktaydı. 1980 yılından itibaren yapılan reformlar ve ülkenin dış dünya ile serbestleşme hareketleri ile ihracata dayalı dışa açık bir büyüme politikası uygulanmaya başlanmıştır.

²⁷⁷ Sönmez, *Türkiye Ekonomisinin 80 Yılı*, s.148.

²⁷⁸ Boratav, *Türkiye İktisat Tarihi*, s.179.

Bu yüzden, 1980 öncesi kısmen dışa kapalı bir ekonomi anlayışı ile devletin piyasalarda aktif olarak rol aldığı dönemlerde tasarrufları artırarak yurt içi tasarruflarla yatırım yaparak büyüme hedeflenmiştir.²⁷⁹

1980 yılından itibaren de dışa açılma hamleleri ile ekonomik kalkınma için gerekli yurt içi tasarrufların yetersiz kaldığından dolayı yabancı tasarruflara yönelmiştir. Bu dönemlerde kamu açıklarının süreklilik arz etmesi ve bu açıkları finanse etmek için hükümetlerin iç borçlanmaya yönelmeleri faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Sadece 2001 yılında kamu bankalarını ve batık bankaları kurtarmak için yapılan iç borçlanma, ulusal gelirin %68'i düzeyinde gerçekleşmiştir.²⁸⁰

1989 yılında döviz kurları sabitken enflasyon oranlarının yüksek olmasından dolayı faiz oranlarının yüksek tutulması ve bu yıllarda yapılan finansal serbestleşme, sermaye hareketlerini teşvik etmiş ve ekonomide bu dönemden itibaren ağırlık kazanan kısa vadeli borçlanma yoluyla yatırım ve tasarruf etme hareketleri başlamıştır. 1993 yılına gelindiğinde ithalatla birlikte büyüyen Türkiye ekonomisinin buna bağlı olarak dış ticaret açığı ve kamu açığı artmıştır. 1994 yılında ise yüksek faiz oranlarından ötürü mevcut tasarrufların kısa vadede yüksek getiri sağlayan finansal yatırımlara yönelmesinden dolayı meydana gelen bir krizle bu tasarruflarda ülkeyi terk etmiştir.²⁸¹

1990 ile 2001 yılları arasında faiz oranlarının yüksek olmasından dolayı kamu açıklarını finanse etmenin maliyeti yükselmiştir.²⁸² Bu durum ise, yatırımı ve üretimi azaltarak ekonominin reel üretim ekonomisinden kısa vadeli finansal işlemlerin ağırlıklı olduğu bir yapıya bürünmüştür.²⁸³ 2003 yılı öncesi özellikle kriz dönemlerinde siyasi ve mali istikrarsızlık nedeniyle yurtiçinden yurtdışına kaynak çıkışının yaşandığı dönemler olmuştur. Fakat tek partili bir iktidarın varlığı ülkeye siyasi bir istikrar kazandırması ile birlikte mali tablolaradaki düzelmelerde bunu takip etmiştir. Bugün gelinen noktada Türkiye'nin ekonomik yapısının, yabancı tasarrufların desteğine olan ihtiyacı her geçen gün azalmaktadır. Bunun en önemli nedenlerinin başında, ekonomik bireylerin, yani, yerli ve yabancı tasarruf sahiplerinin, reel faiz oranlarının 2003'ten 2007'ye kadar geçen süreçte düşüş eğiliminde olmasıdır.

²⁷⁹ Şeref Saygılı, Cengiz Cihan, Hasan Yurtoğlu, *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Birikimi, Büyüme ve Verimlilik:1972-2000*, DPT Yayınları, Yayın No:2665, Aralık 2002, s.33.

²⁸⁰ Mustafa Sönmez, *100 Göstergede Kuruluştan Çöküşe Türkiye Ekonomisi*, İletişim Yayınları, Baskı:1, İstanbul, 2003, s.72.

²⁸¹ Sönmez, *Türkiye Ekonomisinin 80 Yılı*, s.146-148.

²⁸² Sönmez, *100 Göstergede Kuruluştan Çöküşe Türkiye Ekonomisi*, s.72.

²⁸³ Ufuk Başoğlu, "Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları", *Balıkesir Üniversitesi SBE Dergisi*, Cilt:3, Sayı:4, 2000, s.97.

Faiz oranlarındaki düşüşü, enflasyon oranlarının da takip etmesi ekonomide yaşanması muhtemel durgunluğu önleyerek hem ekonomide yatırımları canlı tutmakta hem de tüketimi artırmaktadır. Ayrıca, faiz oranlarının düşmesi, Türkiye'nin kamu finansman yükünü ve iç borçlanma maliyetini de düşürerek piyasaları rahatlatmaktadır.²⁸⁴

2.2.5.Ulusal Gelir Değişkeni Bağlamında

Türkiye'nin kayda değer olarak 1980'li yıllara denk gelen finansal liberalleşme ve dışa açılma süreci ile beraber sermaye hareketlerinde hızlı bir artış gözlenmektedir. Yapılan bu reformlar ve serbestleşme hareketleri ile Türkiye ekonomisi istihdam artırıcı, istikrarlı ve hızlı bir ekonomik büyüme için gerek duyulan yatırımları finanse edebilecek yeterli iç tasarruflara sahip olmadığından dolayı sınırlarının dışındaki tasarruflara yönelmek için yabancı sermayeyi ülkeye çekmeye çalışılmıştır.

Gerek yetersiz tasarruf ve yatırımlar ile gerekse ülkeye yönelen sermayenin kısa vadeli oluşu ve bu sermayenin sektörlere yatırım yapmasından dolayı istenilen düzeyde ekonomik kalkınmada başarılı olunamamıştır.

1980'li yıllarda Türkiye'nin dış dünya ile olan ilişkilerinin serbestleştirme çabaları ile uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerinde gözle görülür bir etkisi olduğu görülmektedir.

Bu dönemden itibaren ülkenin ekonomik performansı önemli ölçüde istikrarsız sermaye hareketlerine bağımlı duruma gelmiştir. Sermaye hareketlerinin net bir faydası görülmemektedir. Piyasalarda fayda gibi görülen gelişmeler, sıcak paranın ülkeyi terk etmesiyle kaybolduğu görülmektedir. Sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelendiğinde aralarında anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir.

Sermaye girişlerinde meydana gelen bir artış ile Türkiye'nin GSMH'sı da artmaktadır. Buna paralel olarak ülkeye gelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeyi terk ettiği dönemlere bakıldığında GSMH'da da bir düşüş yaşamaktadır. Burada sermaye hareketleri ile ulusal gelir arasında pozitif bir ilişki görülmektedir. Sermaye girişleri, Türkiye ekonomisinde yapay bir büyüme sağlamıştır. Bu kalıcı olmayan büyüme, 1988, 1991, 1994 ve 2001 yıllarında Türkiye'nin siyasi ve finansal yapısının zayıf olmasından dolayı makro ekonomik istikrarını bozarak piyasalarda ekonomik bir krizin yaşanmasına sebep olmuştur. Bu süreçte spekülatif nitelikte bir büyüme dalgası hiçbir zaman kalıcı olmamış ve hemen hemen her genişleme dönemi kriz ile sonuçlanmıştır.

²⁸⁴ Erol İyibozkurt, *Küreselleşme ve Türkiye*, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1999, s.242.

2002 yılından itibaren tek partili bir döneme girilmesi kısmen de olsa hem iç hem de dış piyasalarda bir istikrar unsuru olarak algılanmaktadır. Böylelikle Türkiye, 2001 yılındaki %9,5'lik bir düşüşün ardından istikrarlı bir şekilde ekonomik büyüme sağlamıştır.

Bunun sebebi, enflasyon oranlarının faiz oranları ile birlikte düşmesi bu istikrarın süreklilik arz etmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Fakat ekonomide sağlanan ilerlemelere ve özellikle ekonominin geleceğine ve potansiyeline yönelik beklentilerdeki iyileşmeye karşın, ekonominin hassas dengelerde olmasının yanı sıra halen önemli sorunları da bulunduğu görülmektedir.

Sermaye girişi olduğu sürece ulusal gelirin de buna paralel olarak artacağı görülmektedir. Sermaye hareketleri içinde yabancı kökenli sıcak para akımları bugünkü noktada, son beş yılda ilk kez net çıkışa yönelmiştir.

Yabancıların hazine bonolarından ve Türk Lirası mevduatından çıkışları ile yerli bankaların kısa vadeli dış borçlarını azaltmaları etkili olmuştur. Sonuç olarak Türkiye, sermaye hareketlerinin serbestleşmeye başladığı yıllardan itibaren kısa vadeli sermaye hareketleri ile muhatap olmuş ve bu sermaye hareketlerinin kendi dolaşım mantığı gereği hareketlerine paralel olarak ulusal gelirin de aynı yönde hareket ettiği görülmektedir.

Sıcak paranın gerçek etkileri ise, Türkiye piyasalarına girdiği dönemlerden daha fazla çıktığı dönemlerde görülmektedir. Türkiye'nin bu istikrarsız büyüme dönemi içerisinde önemli krizler yaşanmış ve bu krizlerin, yabancı kaynaklı fonların ülkeyi hızla terk etmesiyle başladığı anlaşılmıştır.

Sermaye hareketlerinin, ülkeyi terk etmesi, önce finans piyasaları, ardından da reel sektör üzerinde yarattığı sarsıntı sonucunda tüm ülkeyi etkisi altına almıştır. Spekülatif sermaye hareketleri, ülke sınırlarına girerken piyasalarda spekülatif bir büyüme sağlarken bu sermaye hareketinin ülkeyi terk etmeye başladığı, özellikle 1991, 1994, 1999 ve 2001 yıllarında sermaye çıkışının ardından piyasalarda döviz sıkıntısı yaşanmıştır.

Döviz talebinin artması, döviz kurunu artırmış ve bu durumu düzeltmeye çalışan T.C.Merkez Bankası, piyasaya müdahalelerde bulunmuş, fakat resmi döviz rezervleri yetmemiştir.

Buna paralel olarak, bu dönemlerde yüklü bir devalüasyon ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu durum, iç talebi durdurmuş ve ekonomi küçülmüştür. Bu dönemlerde birçok banka, şirket ve ekonomik birey piyasadan tasfiye olmuştur.

2.3.Model

Bu bölüme kadar genel olarak Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin kompozisyonu ve makroekonomik etkileri ele alınmış olup, Bu bölümde ise, Türkiye ekonomisine 1990–2010 döneminde giriş yapan yabancı sermayenin, yatırımlar ve tasarruflar üzerindeki etkisi regresyon analizi ile incelenecektir.²⁸⁵

2.3.1.Yatırım Fonksiyonu

$$I/Y = \alpha + \beta YS/Y + u$$

Burada I/Y , yurt içi yatırımların gayri safi milli hâsılaya oranını; YS/Y , yabancı sermayenin gayri safi milli hâsılaya oranını göstermektedir.²⁸⁶ Bu noktada açıklayıcı değişken yabancı sermayenin alt kalemleri; doğrudan yatırımlardan, portföy yatırımlarından, uzun vadeli sermaye hareketlerinden ve kısa vadeli sermaye hareketlerinden oluşmaktadır.²⁸⁷

2.3.2.Tasarruf Fonksiyonu

$$S/Y = \alpha + \beta YS/Y + u$$

Burada ise, S/Y , yurt içi tasarrufların gayri safi milli hâsılaya oranını, YS/Y , yabancı sermayenin gayri safi milli hâsılaya oranını göstermektedir.²⁸⁸ Bu fonksiyon da, yine, yabancı sermayenin alt kalemleri olan doğrudan yatırımlardan, portföy yatırımlarından, uzun vadeli sermaye hareketlerinden ve kısa vadeli sermaye hareketlerinden oluşmaktadır.²⁸⁹

2.4.Verit Seti ve Kaynaklar

Bu çalışmada, 1990 ile 2010 yılları arasındaki veriler kullanılmıştır. Bu verilerden yurt içi tasarrufların ve yatırımların GSMH'ya oranları, Devlet Planlama Teşkilatı'nın ekonomik ve sosyal göstergeler ekranından alınmış olup, kişi başına düşen reel GSMH, Merkez Bankası'nın elektronik veri dağıtım sisteminden alınmıştır.²⁹⁰ Sermaye hareketlerine ait veriler ise, Hazine Müsteşarlığı'nın ekonomik göstergelerinden alınmıştır. Net sermaye hareketlerinin GSMH'ya oranı, bu verilerden üretilerek hesaplanmıştır.

²⁸⁵ [http://ekutup.dpt.gov.te/ekonomi/gosterge/tr\(18.09.2011\)](http://ekutup.dpt.gov.te/ekonomi/gosterge/tr(18.09.2011))

²⁸⁶ [www.hazine.gov.tr/stat/egosterge\(16.09.2011\)](http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge(16.09.2011))

²⁸⁷ [http://ekutup.dpt.gov.te/ekonomi/gosterge/tr\(18.09.2011\)](http://ekutup.dpt.gov.te/ekonomi/gosterge/tr(18.09.2011))

²⁸⁸ [www.tcmb.org.tr\(17.09.2011\)](http://www.tcmb.org.tr(17.09.2011))

²⁸⁹ [www.hazine.gov.tr/stat/egosterge\(16.09.2011\)](http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge(16.09.2011))

²⁹⁰ [http://ekutup.dpt.gov.te/ekonomi/gosterge/tr\(18.09.2011\); www.tcmb.org.tr\(17.09.2011\)](http://ekutup.dpt.gov.te/ekonomi/gosterge/tr(18.09.2011); www.tcmb.org.tr(17.09.2011))

Tablo 8:Veri Seti

Yıllar	S\Y Tasarruf\GSMH	I\Y Yatırım\GSMH	YS\Y N.Sermaye\GSMH
1990	22	—6,5	2,88
1991	22,3	—5,7	—1,71
1992	21,6	—5,1	2,432
1993	22,7	—5,5	5,56
1994	23	—2,7	—2,5
1995	22,1	—2,9	3,1
1996	20	—4	3,28
1997	20	—5	3,8
1998	18,3	—5,2	—0,58
1999	12,58	—5	3,03
2000	14,41	—5,2	7,3
2001	13,73	—4,1	—2,7
2002	19,61	—4,9	4,43
2003	19,78	—3,7	4,01
2004	20,7	—3,2	7,46
2005	18,2	—4	18,33
2006	16,1	—3,7	17,92
2007	15,5	—3,9	53,74
2008	16,8	—4,3	38,86
2009	13,1	—4,4	9,24
2010	13	—4,4	53,57

2.5.Modelin Tahmini

Araştırmada elde edilen veriler, SPSS 17 programı yardımı ile analiz edilmiştir. Verilerin analizinde regresyon analizi yönteminden faydalanılmıştır. Elde edilen bulgular, %95 güven aralığında 0,05 anlamlılık düzeyinde değerlendirilmiştir.

Tablo 9: Tasarruf Fonksiyonunun Tahmini Sonuçları

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	β	t	p	F	Model (p)	R ²
Yurt İçi Tasr\GSMH	Sabit	19,421	22,947	0,000	5,109	0,036	0,170
	Net Sermaye Hareketleri\GSYİH	-0,096	-2,260	0,036			

Yurt içi tasarruf\GSMH düzeyinin, net sermaye hareketlerinden etkilenme durumunu test etmek için yapılan regresyon modeli, istatistiksel olarak anlamlıdır.²⁹¹ YS\Y, 1 birim arttığında S\Y, -0,096 birim azalmaktadır.²⁹²

Yurt İçi Tasarruf\GSMH'yi etkileyen faktörler içerisinde YS\Y, S\Y'yı, 0,170 oranında açıklamaktadır.²⁹³ Modelde kullanılan sermaye hareketlerinin alt kalemlerinden bir tanesi olan doğrudan yatırımlar, yatırımları ve dolayısı ile geliri artıcı etkisi ile tasarrufları arttırması beklenmektedir.

Portföy yatırımları da aynı şekilde sermaye piyasaları aracılığı ile firmalar açısından bir ek finansman kaynağı oluşturuyor ise işletmeler bu şekilde tasarruf açıklarını kapatabiliyorlar ise, bu yatırımlar tasarrufları arttırabilecektir. Uzun vadeli yatırımlar, yine, kamunun tercihine bağlı olarak verimli alanlarda değerlendirilebilirse, tasarruflar üzerinde olumlu etki yapabilmektedir. Ancak, tersi durumlarda tasarruf üzerinde olumsuz etki yaratabilir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin, tasarruflar üzerindeki etkisinin olumsuz olması beklenir. Çünkü bu tür yatırımlar, istikrarsız hareket ederler ve gittikleri ülkenin gelir ve üretim kapasitelerini arttırıcı nitelikte yatırımlar değildir. Modele ve sonucuna baktığımızda Türkiye’de net sermaye hareketlerinin, yurt içi tasarrufları azaltıcı etki yaptığı sonucu ortaya çıkmaktadır. Bunun nedeni ise, yukarıda açıkladığımız gibi uzun ve doğrudan sermaye yatırımlarından ziyade istikrarsız hareket eden ve üretim kapasitesini arttırıcı etkisi olmayan kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye’ye gelmesinden kaynaklanmaktadır.

Tablo 10: Yatırım Fonksiyonunun Tahmini Sonuçları

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	β	t	p	F	Model (p)	R ²
Toplam Yatırım\GSMH	Sabit	-4,546	-17,906	0,000	0,487	0,494	-0,026
	Net Sermaye Hareketleri	0,009	0,698	0,494			

²⁹¹ F=5,109; p=0,036<0,05.

²⁹² β =-0,096; t=-2,260; p=0,036<0,05.

²⁹³ R²=0,170.

Toplam Yatırım\GSMH düzeyinin, net sermaye hareketlerinden etkilenme durumunu test etmek için yapılan regresyon modeli istatistiksel olarak anlamlı değildir.²⁹⁴ $YS \setminus Y$, $I \setminus Y$ 'yı istatistiksel olarak etkilememektedir.²⁹⁵

$I \setminus Y$ 'yı etkileyen faktörler içerisinde $I \setminus Y$ 'yı -0,026 oranında açıklamaktadır.²⁹⁶ Yatırım fonksiyonunun bir diğer açıklayıcı değişkeni olan doğrudan yatırımlar, yukarıda söylediğimiz gibi fiziksel nitelikteki yatırımlardır.²⁹⁷

Bu tür yatırımlar, beraberinde teknik bilgi, patent, ticari marka, işletme bilgisi ve teknoloji getirebilmektedir.²⁹⁸ Bunun sonucu olarak da gittikleri ülkede yatırım artışına neden olması beklenmektedir.²⁹⁹

Portföy yatırımları ise,³⁰⁰ sermaye piyasalarında kısa ve uzun vadeli menkul kıymetlerin alınıp satıldığı işlemlerden oluşmaktadır.³⁰¹ Bu tür yatırımlar, işletmelere ek finansman sağlayacak nitelikte iseler yatırımlar üzerinde olumlu etkiye sahiptirler.³⁰²

Ancak, bu yatırımlar, spekülasyon amaçlı ise,³⁰³ olumsuz etkiye sahip olabilirler.³⁰⁴ Uzun vadeli sermaye hareketleri,³⁰⁵ özellikle proje finansmanı kapsamında ve ekonomik dengeleri düzeltilmesine yönelik kullanılırsa yatırımları arttırıcı etkiye sahiptir.³⁰⁶

Kısa vadeli sermaye hareketleri ise,³⁰⁷ genellikle spekülasyon amaçlı fonlar olduğu için Türkiye ekonomisinde çoğunlukla ödemeler dengesi ve bütçe açıklarının finansmanında kullanılan bu tür fonlar, genelde istikrarsız bir yapıya sahip oldukları için yatırımlar üzerinde olumlu bir etkisi bulunmamaktadır.³⁰⁸ Modelin sonucuna baktığımız zaman, net sermaye hareketlerinin, yatırımları istatistiksel olarak etkilemediği görülmektedir.³⁰⁹ Dolayısıyla, ülkemize giren sermaye hareketlerinin yatırımlar üzerinde etki yaratmayacak türden yani kısa vadeli ve spekülasyon sermaye hareketleri olduğu sonucuna varılabilir.

²⁹⁴ $f=0,487$; $p=0,494 > 0,05$.

²⁹⁵ $t=0,698$; $p=0,494 > 0,05$.

²⁹⁶ $r^2=-0,026$.

²⁹⁷ www.hazine.gov.tr/stat/egosterge(16.09.2011)

²⁹⁸ www.tcmb.org.tr(17.09.2011)

²⁹⁹ <http://ekutup.dpt.gov.te/ekonomi/gosterge>(tr(18.09.2011)

³⁰⁰ www.tcmb.org.tr(17.09.2011)

³⁰¹ www.hazine.gov.tr/stat/egosterge(16.09.2011)

³⁰² <http://ekutup.dpt.gov.te/ekonomi/gosterge>(tr(18.09.2011)

³⁰³ www.hazine.gov.tr/stat/egosterge(16.09.2011)

³⁰⁴ <http://ekutup.dpt.gov.te/ekonomi/gosterge>(tr(18.09.2011)

³⁰⁵ www.tcmb.org.tr(17.09.2011)

³⁰⁶ www.hazine.gov.tr/stat/egosterge(16.09.2011)

³⁰⁷ www.tcmb.org.tr(17.09.2011)

³⁰⁸ <http://ekutup.dpt.gov.te/ekonomi/gosterge>(tr(18.09.2011)

³⁰⁹ www.hazine.gov.tr/stat/egosterge(16.09.2011)

SONUÇ

1970'li yıllarda ithal ikameci kalkınma stratejisini benimsemiş birçok gelişmekte olan ülke petrol krizi sonrası ekonomik yönden önemli ölçüde kaynak sıkıntısına girmiştir. Bir ekonomide üretimin temel unsuru olan sermaye, emek faktörüne göre kıt olduğundan sermaye faktöründeki artışların yatırımları da arttırmasına paralel olarak ekonomik büyümeyi olumlu yönden etkilemektedir.³¹⁰

Küreselleşme sürecinin hız kazanması ile sermayenin önündeki engellerin kaldırılması, teknoloji, iletişim ve haberleşme alanlarındaki gelişme ile birlikte gelişmiş ülkelerdeki fazla fonlar ülkeler arasında anlık bir şekilde hareket etmeye başlamış ve sermayenin bu gelişmelerle birlikte hacmi de artarak bu sayede ulusal piyasalar uluslararası piyasalar haline dönüşmüştür.³¹¹

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin tasarruf düzeyinin de düşük olması sonucu ekonomik büyümenin sağlanması bu dış tasarruflara yani ülke içine giren sermaye hareketlerine bağımlı hale gelmiştir.³¹²

Özellikle finansal serbestleşme sürecinin hız kazandığı 1989 yılı sonrası büyümenin sağlanmasındaki bu dış kaynağın açıktan niteliği ağır basan kısa vadeli sermaye hareketlerine dayalı olması ülke ekonomisinde istikrarsızlıklara neden olmuş ve ekonomi negatif büyüme göstermiş olup, 1994 ve 2001 krizlerine yol açmıştır.³¹³

Yabancı sermayeyi ülke içersine çekebilmek için yüksek faiz düşük kur neticesinde ülke içine giren sermaye miktarında artış olmuş, yabancı yatırımcılar ellerindeki döviz bozdurup Türk Lirası'na çevirerek bununla da devlet iç borçlanma senedi almıştır.³¹⁴

Bu finansal arbitraj daha da artan sermaye akımına neden olarak reel döviz kurunun değerlenmesine yol açarak ithalatı ucuzlatıp ihracatı pahalı hale getirmiştir. Dolayısı ile artan bu dış ticaret açığı, ülkenin borçlanmasını daha da arttırmıştır.³¹⁵

Özellikle bankaların yurt dışından borçlanarak elde etmiş olduğu fonları devlet iç borçlanma senedine yatırması yüksek miktarlara ulaşarak bankaların açık pozisyonlarını da artmıştır. Dolayısı ile özel sektör ve başta bankalar yurt dışından topladığı fonlarla kamu kesimi açıklarını finanse etmiştir.

³¹⁰ <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2002-03.pdf>(20.03.2011)

³¹¹ http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak_para(15.04.2011)

³¹² <http://www.unctad.org/en/docs/prebisch8th.en.pdf>(23.04.2011)

³¹³ <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/strateji/I-2.htm>(08.04.2011)

³¹⁴ http://www.haber7.com/haber.php?haber_id=249750(21.04.2011)

³¹⁵ <http://www.geocities.com/vergilendirme/sicakpara.doc>(10.04.2011)

Ülke içinde ve dışında meydana gelen dışsal bir şok karşısında da ekonomide aniden sermaye çıkışı yaşanmış bankaların da bu açık pozisyonlarını kapatmak için dövize olan artan talebi ülkenin krize girmesinde daha da etkili olmuştur. Kamu harcamalarını kısmadan mali dengeleri sağlamadan ve parasal disiplini oluşturmadan ekonomide büyümeyi sağlamak güçtür. Çünkü Türkiye ekonomisine baktığımızda hükümetlerin halkçı politikalar sonucu kamu harcamalarını arttırması, özellikle seçim ekonomisi dönemlerinde bunun yüksek boyutlara ulaşması ile bu durum kamu kesimi borçlanma gereğinin artmasına neden olmaktadır.³¹⁶

Artan kamu harcamaları ve bunu para arzını arttırarak büyümeyi sağlama sürecinin izlemesi faiz oranlarını arttırmakta ve artan para arzı sonucu enflasyonist etki görülmektedir.³¹⁷

Yüksek ve kronik enflasyon ekonomide yatırımlar üzerinde olumsuz bir etkiye neden olmaktadır. Ayrıca, döviz kurunu baskı altına alarak değerlendirilen yerli para, cari açığın da artmasına neden olmaktadır.³¹⁸

Türkiye’de sermaye girişleri ile büyüme arasında sıkı bir ilişki mevcuttur. Gerek yatırım harcamaları gerekse de tüketim harcamaları sermaye girişlerinden etkilenmektedir. Ancak burada önemli bir sorunda yurt dışından borçlanarak kaynak temin eden bankaların, bunu kamu kesimini fonlamada kullanması yani üretken reel sektöre kredi olarak kullandırmaması büyümeyi sınırlandırmaktadır.³¹⁹

Bir ekonomide sermaye hareketlerinden beklenen bunun üretken yatırımlara dönüşmesi ve böylece ekonomiyi büyütmesidir.³²⁰ Diğer yandan, Türkiye’de ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanarak yapısal sorunların çözülmesi sağlanmalı böylece ülkeye kısa vadeli ve portföy şeklinde yoğunluk kazanan yatırımın yerini uzun vadeli doğrudan üretken yatırımlar almalıdır.³²¹

Türkiye’deki tasarruf açığı uzun vadeli ve doğrudan yatırımlardan değil kısa vadeli üretken olmayan spekülâtif nitelikli sermaye ile sağlanmaktadır.³²² Bu tasarruf açığı, yatırımlara kanalize olmayıp tüketime kanalize olması sonucunda ekonomik büyümede tüketime dayalı nitelik kazandığı görülmektedir.

³¹⁶ [http://ekonomi.blogcu.com/296694\(23.03.2011\)](http://ekonomi.blogcu.com/296694(23.03.2011))

³¹⁷ [http://www.worldbank.org/gdf/2006\(26.03.2011\)](http://www.worldbank.org/gdf/2006(26.03.2011))

³¹⁸ [ftp://ftp.dpt.gov.tr/pub/ekosos/dtod.zip\(02.04.2011\)](ftp://ftp.dpt.gov.tr/pub/ekosos/dtod.zip(02.04.2011))

³¹⁹ [www.baskent.edu.tr/~gurayk/intfinders2.ppt\(05.04.2011\)](http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/intfinders2.ppt(05.04.2011))

³²⁰ [http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm\(05.04.2011\)](http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm(05.04.2011))

³²¹ [www.baskent.edu.tr/~gurayk/intfinders2.ppt\(05.04.2011\)](http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/intfinders2.ppt(05.04.2011))

³²² [http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm\(05.04.2011\)](http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm(05.04.2011))

Yabancı sermaye hareketlerinde dikkati çeken diğer bir durum da, ekonomide 1989 yılı sonrası 2001 yıllarına kadar doğrudan yatırımların yıllık miktarı 1 milyar doları bile bulmazken, 2003 yılı sonrası doğrudan yatırımlarda görülen artış olmuş bu da daha çok finans kesimi ve telekomünikasyon alanlarında yapılan özelleştirmeler neticesi ile olmuştur.

Bunun sonucunda yeni yatırım, ilave iş sahaları fabrika ve endüstriden ziyade mevcut kaynakları satın alma ve ortaklık şeklinde olduğundan büyüme üzerinde beklenen bir etkiye sahip olamamıştır.

Sonuç olarak, Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile beklenen sonuçlar elde edilememiş, 1989 yılı 32 sayılı karar sonrası ülke içine giren sermaye miktarında artış yaşanmaya başlamış, artan sermaye girişi kur düzeyini düşük faizleri de yüksek tutarak faiz-kur makasının açılmasını ve kamu kesimi açıklarının kapatılmasını sağlamıştır.

Bu finansal arbitraj ülke içine üretken yatırımlar yerine paradan para kazanan spekülative nitelikli sermaye girişlerini arttırmış, diğer yandan bankaların topladıkları fonlar reel sektöre kredi olarak kanalize edilmeyip, devlet borçlanma senedi olarak kamu kesimi açıklarını finanse etmekte kullanılmıştır.

Yapılan analiz sonucunda yabancı sermayenin ek finansman kaynağı ya da istikrarsızlık nedeni olarak görülmemesi gerekir. Bu konuda alınacak önlemler ve rasyonel politikalar açıktan sermayenin olumsuz etkilerini yok edebilecektir.

Uluslararası sermaye hareketleri, gittikleri ülkelerde siyasal, sosyal ve ekonomik istikrar aramaktadırlar. Ülke içinde bu istikrar sağlanarak enflasyonun ve bütçe disiplinin sağlanması, yasal ve kurumsal düzenlemelerin yapılarak bir takım belirsizliklerin ortadan kaldırılmasına yönelik çalışmaların yapılması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

Acar, Yalçın (2002) *İktisadi Büyüme ve Büyüme Modelleri* (4.baskı), Bursa: Vipaş Yayınları.

Açıl, A.Fethi (1984) *Ekonomi-1*, Ankara: Ankara Üniversitesi Ziraat Fakültesi Yayınları.

Afşar, Muharrem (2004) *Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi*, Eskişehir: Eskişehir Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Akdiş, Muhammed (2004) "Kısa Vadeli Sermayenin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi", *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Sayı:36,

Akdiş, Muhammed (2000) *Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye*, İstanbul: Beta Yayınları.

Akerlof, A.George (1970) "The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, Vol:84, No:3.

Akıncı, Ersoy (2002) *İktisada Giriş*, Ankara: Akçağ Yayınları.

Akkaya, Yüksel (1998) *Globalleşme: Neo-Korporatizmin Sonu mu? Türk Ağır Sanayi ve Hizmet Sektörü Kamu İşverenleri Sendikası Yayınları*.

Alkin, Erdoğan (1992) *İktisat*, İstanbul: Filiz Kitabevi.

Alp, Ali (2002) *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*, İstanbul: İMKB Yayınları.

Alper, C. ve Öniş, Z. (2001) "Finansal Küreselleşme Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrası Türkiye Deneyimi", *Doğu-Batı*.

Altun, Oğuz ve Mutan, Oya Can (2007) *Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkileri*, SPK Araştırma Raporu.

Arıkan, Zeynep ve Yurtsever, Hatice (2004) "Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesine İlişkin Bir Öneri", *Vergi Sorunları Dergisi*, Sayı:189.

Aslan, Nurdan (1997) *Uluslararası Özel Sermaye Akımları* (2.baskı), *Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri*, Türkmen Kitabevi.

Atılğan, Ahmet (1996) *İslâm'ın Ekonomik Politikaları*, İstanbul: Nesil Basım-Yayın.

Avcıoğlu, Doğan (1995) *Türkiye'nin Düzeni, Dün-Bugün-Yarın*, Cilt:1, İstanbul: Tekin Yayın.

Aydoğuş, İsmail (2000) "Global Büyüme ve Kriz", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:2, Sayı:1.

Bakdur, Alper (2003) *Bankacılık Sektörünü Düzenleyen Kurumların Yapıları: Ülke Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneri*, Uzmanlık Tezi, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Mali Piyasalar Dairesi Başkanlığı, Eylül.

Balkan, E., Bıçer, F.G. ve Yeldan, E. (2002) "Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy", Ankara: *International Development Economics Associates session at METU International Conference on Economics*.

Barber, J. William (1991), *İktisadi Düşünce Tarihi*, Çeviren: İhsan Durdu, İstanbul: Çıdam Yayınları.

Başkaya Fikret (2010) *Kalkınma İktisadının Yükselişi ve Düşüşü* (5.baskı), Ankara: Maki Basın Yayın.

Başoğlu, Ufuk (2000), "Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları", *Balıkesir Üniversitesi SBE Dergisi*, Cilt:3, Sayı:4.

BDDK (2005) Finansal İstikrar Raporu.

Berksoy, Taner (04.11.2006) "Neden Sermaye Giriyor?", *Radikal*.

Berksoy, Taner ve Saltoglu Burak (1998) *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul: İTO Yayınları.

Bhagwati, J. (1998) "The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Dollars", *Foreign Affairs*, 77.

Bilgin, Mehmet Hüseyin (2004) "Döviz Kuru İşsizlik İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir İnceleme", *KOÜ SBE Dergisi*, 8;2.

Bilginoğlu, F. (2009) "Sermaye Giderleri", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

Boratav, Korkut (2001) "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Eylül.

Boratav, Korkut (2005) *Türkiye İktisat Tarihi* (9.Baskı), Ankara: İmge Kitabevi.

Boratav, Korkut (2004) *Yeni Düzen Nereye?* (2.Baskı), Ankara: İmge Yayınları.

Bostancı, M. Naci (1996) *Cumhuriyetin Başlangıç Yıllarında Ekonomi ve Siyaset*, İstanbul: Ötüken Neşriyat.

Bouvier, Maurice, Ibarrola, Ajam Jean ve Pasquralli Nicola (1998) "Döner Sermaye", *Ekonomi Sözlüğü*, Çeviren: B.Aren, İ.Yaşar, İstanbul: Sosyal Yayınları.

Büyükerşen, Yılmaz, Dirimtekin, Halil, Erdem, Burhan ve Özer, Mustafa (1998) *İktisada Giriş-1*, Eskişehir: Türkiye Cumhuriyeti Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:1025.

Calvo, G., Leiderman, L. ve Reinhart, C.M. (1994) "The Capital, Inflows, Problem: Concepts and Issues", *Contemporary Economics Policy*.

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

Cihan, Ömer (2005) *Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri*, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü.

Çaşkurlu, Eren (2002) *Görev Zararı Kavramı ve Türkiye'de 1980 Sonrası Görev Zararı Doğurucu Faaliyetlerin İncelenmesi ve Analizi*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını.

Çolak, Ö.Faruk, Ardor, N.Hakan ve Mengü, Tuncay (2001) "Finansal Kriz ve Bankalar", *Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı*, Cilt:1, Yıl:7, Sayı:41, Ankara.

Delice, Güven (2000) "Uluslararası Sermaye Hareketlerine Tarihsel Bir Bakış", *Banka, Maliye ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl:39, Sayı:9.

Demirci, Rasih (1996) *Ekonominin Temelleri*, Ankara: Türk Diyanet Vakfı Yayınları, 214.

Demirgil, D. (2009) "Sermaye Birikimi", İstanbul: *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, Sabah Yayınları.

Demirgil, D. (2009) "Yatırım", İstanbul: *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, Sabah Yayınları.

Devlet Planlama Teşkilatı (2000) *Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu*, Ankara: Mayıs.

Dovling, Jr. John Malcolm ve Hiemenz, Ulrich, (1983) "Aid, Savings and Growth in the Asian Region", "The Developing Economies", Vol:21, No:1.

DPT (1995) Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, *Dünyada Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler Alt Komisyon Raporu*, Birinci Basım, Ankara.

Eğilmez, Mahfi, (21.02.2006) "Cari Açık Kapanmaz", *Radikal*.

Eichengreen, Barry (2006) "Sıcak Para ile Kalkınmak Mümkün mü?", *Turkishtime*, Sayı:52, Ağustos.

Enç, Ercan (2001) "Dış Ticaret, Cari Açık ve Kriz", *GÜ İİBF Dergisi*, 2.

Erbaykal Erman (2007) "Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Döviz Kuru Cari Açık Üzerinde Etkili midir? Bir Nedensellik Analizi", *ZKÜ SB Dergisi*, Cilt:3, Sayı:6.

Erçel, Gazi (23 Ekim 2000) "Krizlerin Önlenmesinde ve Çözülmesinde Özel Yabancı Yatırımların Rolü", *Küresel Sermaye Piyasası Yönetimi Konferansı*, Montreal: Bretton Woods’u Yeniden Oluşturma Komitesi.

Erdoğmez, Pelin Ataman ve Burçak Tülay (2001) *İsveç Bankacılık Krizi ve Bankacılık Sisteminin Yeniden Yapılandırılması*, Türkiye Bankalar Birliği, Şubat.

Ergin, Feridun (2009) "Bölgesel(Coğrafi)Bütünleşme", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

Ergin, Feridun (2009) "Fonksiyonel Bütünleşme", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

Ergin, Feridun (2009) "Kartel", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

Ergin, Feridun (1964) *İktisat*, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Yayınları, No:1093.

Ersel, Hasan (09.10.2006) "Tasarruf, Yatırım ve Cari Açık", *Referans*.

Ersoy, C. (2009) "Sermaye Gelirleri", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

Gelir Vergisi Kanunu

Güçlü, Yücel (2003) "Yabancı Sermaye Çekimi, Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması Anlaşmaları", *Uluslararası Ekonomik Sorunlar*, Şubat, Sayı:8.

Hançerlioğlu, Orhan (1981) *Ekonomi Sözlüğü*, İstanbul: Remzi Kitabevi.

İçel, K. (2009) "Kira", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

İlkin, A. (2009) "Bütünleşme", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

İlkin, A. (2009) "Tröst", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

İnandım, Şeyda (2005) *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*, Ankara: TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi.

İpeker, Melih (2002) *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü*, Ankara: T.C.Merkez Bankası Yayınları.

İsmihan, M. Ve Kıvılcım, M.Ö. (2006) "Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynakları", *İktisat, İşletme ve Finans*.

- İyibozkurt, Erol (1999) *Küreselleşme ve Türkiye*, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Kanyılmaz, İbrahim (1992) "İslamiyet ve Finansman Teorisi", *İslam Ekonomisinde Finansman Meseleleri*, İstanbul: Ensar Neşriyat.
- Kaplan, Cafer (2002) *Bankacılık Kesiminin Yabancı Para Pozisyon Açığı: Türkiye Örneği*, Ankara: T.C.Merkez Bankası Yayınları.
- Karabulut, Gökhan (2002) *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizin Nedenleri*, İstanbul: Der Yayınları.
- Karluk, Rıdvan (1996) *Uluslararası Ekonomi*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Kaya, Yasemin Türker (1998) *Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellemesi: Türkiye Örneği*, DPT Yayın No:2448, Ağustos.
- Kazgan, Gülten (2005) *Türkiye Ekonomisinde Krizler:1929–2001* (Birinci Baskı), İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, Eylül.
- Kepenek, Y. Ve Yentürk, N. (2000) *Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: Remzi Kitabevi,
- Kepenek, Yakup ve Yentürk, Nurhan (2005) *Türkiye Ekonomisi* (18.Baskı), Ankara: Remzi Kitabevi, Eylül.
- Kızılot, Şükrü ve Durmuş, Mustafa (2002) *Ekonomik Kriz ve Kamu Maliyesi, Kriz ve IMF Politikaları*, İstanbul.
- Kızıltan, Alaattin (2004) *Küreselleşme ve Dünya Ekonomisine Etkileri*, İstanbul: Aktif Yayınları.
- Kibritçioğlu, Aykut (2001) "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler:1969–2001", Ankara: *Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı*, Cilt:1, Yıl:7, Sayı:41.

Kibritçioğlu, Bengi (2000) *Parasal Krizler*, Ankara: Hazine Müsteşarlığı Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi.

Köymen, Oya (1999) "1929 Krizi Çiftçiyi Vurmuştu", *Forum Dergisi*.

Krugman, Paul (1997) *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü* (Üçüncü Baskı), Çeviren: Neşenur Domaniç, İstanbul: Literatür Yayınları.

Keugman, Paul (1997) *Curencies and Crises*, Massachusetts: The MIT Press.

Kumcu, Ercan (17.09.2006) "Serbest Sermaye Hareketleri ile Yaşamak Zorundayız", *Radikal*.

Kurdaş, Kemal (2003) *Bitmeyen Gaflet ve Türkiye Ekonomisinin Çöküşü* (Birinci Baskı), Ankara:

Kutal, G. (2009) "Kıdem Tazminatı", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

Makrodak, Dışbank Yayınları, Yıl:1, Sayı:2

Manisalı, Erol (1980) *İktisada Giriş*, İstanbul: İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayınları.

Masood, Ahmed ve Gouptu, Sudarshan (1993) "Portfolio Investment Flows to Developing Countries", *Finance and Development*, March.

Miskhin, S.Frederich (2001) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Boston: The Addison-Wesley.

Nadarođlu, A. (2009) "Gayrimenkul Sermaye İradı", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

Oğuz, Orhan (1992) *İktisada Giriş*, İstanbul: Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Yayınları.

Oksay, Suna (1998) "Çok Uluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek Değerlendirilmesi", *Dış Ticaret Dergisi*, Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı, 8(1).

Oktik, Nurgün ve Kokalan, Fusun (2001–2002) "Immanuel Wallerstein: Tarihsel Kapitalizmin Analizi ve Dünya Sistemi", *Doğu-Batı*, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak.

Ömürgönülşen, Uğur (2003) "Kamu Sektörünün Yönetimi Sorununa Yeni Bir Yaklaşım", *Çağdaş Kamu Yönetimi I*, Editörler: M.Acar, H.Özgür, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Özatay, Fatih (2006) "Cari İşlemler Dengesine İlişkin İki Yapısal Sorun ve Mikro Reform Gereği", *Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları Dergisi*, Yıl:1, Sayı:1.

Özel, Saruhan (2005) *Global Finansal Krizler*, İstanbul: Deniz Kültür Yayınları, No:13.

Özgüven, Ali (2001) "İktisadi Krizler", Ankara: *Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı*, Cilt:1, Yıl:7, Sayı:41.

Pamuk, Şevket (2001–2002) "Bağımlılık ve Büyüme: Küreselleşme Çağında Osmanlı Ekonomisi", *Doğu Batı*, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak.

Papanek, Gustav (1973) "Aid, Foreign Private Investment, Savings and Growth in Less Developed Countries", *Journal of Political Economy*, Vol:81, No:1.

Parasız, İlker (1995) *Kriz Ekonomisi*, Bursa: Ezgi Kitapevi.

Röpke, Wilhelm (1934) *İktisat İlmi*, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Hukuk Talebesi Cemiyeti İlmî Neşriyatı.

Sabır, Hasan (2002) "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Gelişmekte Olan Ülkelere Yönlendirici Politikalar", *Dış Ticaret Dergisi*, Sayı:26, Ekim.

Sadr, Muhammed Bakır (1993) *İslâm Ekonomi Sistemi*, Cilt:1, Ankara: Rehber Yayınları.

Samuelson, A.Paul (1970) *İktisat*, Çeviren: Demir Demirgil, İstanbul: Menteş Kitabevi.

Sanayi ve Ticaret Bakanlığı Araştırma Planlama Koordinasyon Kurulu Başkanlığı (1987) *Türk Sanayi ve Ticaretinde Gelişmeler:1950–85*, Ankara.

Saygılı, Şeref, Cihan, Cengiz ve Yurtoğlu, Hasan (2002) *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Birikimi, Büyüme ve Verimlilik:1972–2000*, DPT Yayınları, Yayın No:2665, Aralık.

Saygılıoğlu, Nevzat (1998) "75 Yılda Vergi", *Maliye Dergisi*, Sayı:129, Eylül-Aralık.

Seyidoğlu, Halil (2006) *Uluslararası İktisat*, Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayınları.

Seyidoğlu, Halil (2001) *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama* (14.Baskı) , İstanbul.

Somçağ, Selim (2001–2002) "Küreselleşmenin Ekonomik Anlamı", *Doğu Batı*, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak.

Somel, Cem (2001–2002) "Az Gelişmişlik Perspektifinden Küreselleşme", *Doğu Batı*, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak.

Sönmez, Mustafa (2003), *100 Göstergede Kuruluştan Çöküşe Türkiye Ekonomisi* (Baskı:1), İstanbul: İletişim Yayınları.

Sönmez, Mustafa (2004) *Türkiye Ekonomisinin 80 Yılı*, İstanbul: İTO Yayınları, Yayın No:2004–28.

SPK (2007) *Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi*, Ankara: SPK Araştırma Raporu.

Şahin Canay (2001–2002) "Yeni Bir Çalışma Işığında Osmanlı'da Dış Borçlanma ve Mali İflas Üzerine", *Doğu Batı*, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak.

Şahin Hüseyin (1997) *Türkiye Ekonomisi* (Dördüncü Baskı), Bursa: Ezgi Kitabevi.,

T.C.Merkez Bankası (2006-IV) Enflasyon Raporu.

T.C.Merkez Bankası (2005-I) Para Politikası Raporu.

T.C.Merkez Bankası (2005) Yıllık Rapor.

Tagraf Hasan (2002) "Küreselleşme Süreci ve Çok Uluslu İşletmelerin Küreselleşme Sürecine Etkisi Teorileri", *C.Ü.İktisadi İdari Bilimler Dergisi*, 3.

Tanör Bülent (2002) *Kurtuluş, Kuruluş*, İstanbul: Cumhuriyet Kitap Kulübü.

Tekeoğlu Muammer (1993) *İktisadi Düşünceler Tarihi*, Adana: Çukurova Üniversitesi Yayınları.

Tezel A. (2009) "Menkul Sermaye İradları", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

Tokgöz E. (2009) "Faiz Çeşitleri", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

Tokgöz E. (2009) "Sermaye Piyasası", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

Topçuoğlu N. (2009) "Faiz", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

Toprakö Metin (2001) *Küreselleşme ve Kriz: Türkiye ve Dünya Deneyimi*, Ankara: Siyasal Kitabevi.

Törüner, Yaman (15.01.2002) "Sıcak Para Kazanı Yeniden Isıtılıyor", *Akşam*.

Tunca, Z. (2009) "Sermaye", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

Tutar, Hasan (2000) *Küreselleşme Sürecinde İşletme Yönetimi*, İstanbul: Hayat Yayınları.

Türk Dil Kurumu (1983) *Büyük Türkçe Sözlük*, Birinci Cilt, Ankara: Türk Dil Kurumu Yayınları.

Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği (14–15 Eylül 2004) *II. Sermaye Piyasaları Arenası, Avrupa Birliğine Doğru Türkiye Sermaye Piyasalarında Sorunlar ve Çözümler*, Graphis Matbaa.

TÜSİAD (1992) *Sanayileşmede Yönetim ve Toplumsal Uzlaşma*, İstanbul: Datay Basım.

Ulusan, İ. (2009) "Özel Mülkiyet", *Büyük Ekonomi Ansiklopedisi*, İstanbul: Sabah Yayınları.

Uyar, Seçil (2003) *Bankacılık Krizleri*, Ankara.

Uzunoğlu, S. Alkın, E. Ve Gürlelel, C.Fuat (1995) *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*, İstanbul: İMKB Yayınları, No:6.

Williamson, John ve Mahar, Molly (2002) *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, Çeviren: Güven Delice, İstanbul: Liberte Yayınları.

YASED (1983) *Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımı, Yeni Ekonomik Program Çerçevesinde Değişen Koşullar*, İstanbul.

Yay, Gülsün Gürkan (2010) *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*, İstanbul: İTO Yayınları, No:47.

Yeldan, Erinç (2001) "Kriz Dinamikleri ve Yapıcı Yıkım", Ankara: *Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı*, Cilt:1, Yıl:7, Sayı:41.

Yeldan, Erinç (2001–2002) "Türkiye Ekonomisinde 2000–2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine", *Doğu Batı*, Yıl:4, Sayı:17, Kasım-Aralık-Ocak.

Yeldan, Erinç (2004) *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: İletişim Yayınları.

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

Yılmaz, Şiir (1998) "1923’ten Bu Yana Ekonomi Politikaları", *Mülkiye*, Cilt: XXII, Kasım-Aralık.

Yiğitbaşı, Şehabettin (1989) *Mikro İktisat*, Konya: Selçuk Üniversitesi Yayınları, No:57.

İnternet Kaynakları

www.tcmb.org.tr(17.09.2011)

www.tcmb.gov.tr(04.04.2011)

[www.hazine.gov.tr.\stat\egosterge](http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge)(16.09.2011)

<http://ekonomi.blogcu.com/296694>(23.03.2011)

<http://www.worldbank.org/gdf> 2006(26.03.2011)

- <ftp://ftp.dpt.gov.tr/pub/ekosos/dtod.zip>(02.04.2011)
- <http://kosbed.kou.edu.tr/sayi3/vergil.pdf>(19.03.2011)
- <http://www.imkb.gov.tr/uyeler/portfoy.htm>(20.03.2011)
- <http://ekutup.dpt.gov.te/ekonomi/gosterge/tr>(18.09.2011)
- <http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm>(05.04.2011)
- www.baskent.edu.tr/~gurayk/intfinders2.ppt(05.04.2011)
- <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2002-03.pdf>(20.03.2011)
- http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak_para(15.04.2011)
- <http://www.unctad.org/en/docs/prebisch8th.en.pdf>(23.04.2011)
- <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/strateji/I-2.htm>(08.04.2011)
- http://www.haber7.com/haber.php?haber_id=249750(21.04.2011)
- <http://www.verginet.net/StandartIcerik.aspx?ID=5284>(12.04.2011)
- <http://www.geocities.com/vergilendirme/sicakpara.doc>(10.04.2011)
- <http://financialservices.house.gov/banking/91498eic.htm>(20.03.2011)
- <http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?type=article&cid=326>(22.03.2011)
- www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E(12.04.2011)
- http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak_para#Kaynak.C3.A7a(02.04.2011)
- <http://www.Istanbul.edu.tr/iktisat/Maliye/bulten7/tobinvergisi.html>(06.04.2011)
- www.sgb.gov.tr/calismalar/yayinlar/md/md142/ekonomikkrizlere.pdf(15.03.2011)