

**T.C.
HARRAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE SERMAYE AKIMLARININ
EKONOMİK ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**Danışman
Yrd.Doç.Dr. Erşan SEVER**

**Hazırlayan
Zerife YILDIRIM**

**ŞANLIURFA
2008**

Onay Belgesi

Yrd.Doç.Dr. Erşan SEVER danışmanlığında, Zerife Yıldırım'ın hazırladığı “**Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Akımlarının Ekonomik Etkileri: Türkiye Örneği**” konulu bu çalışma 30.06.2008 tarihinde aşağıdaki jüri üyeleri tarafından İktisat Anabilim Dalında Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Danışman : Yrd.Doç.Dr. Erşan SEVER

Üye : Yrd.Doç.Dr. M. Sena EKİCİ

Üye : Yrd.Doç.Dr. Sumru BAKAN

Bu tezin İktisat Anabilim Dalında yapıldığını ve Enstitümüz Kayıtlarına göre düzenlendiğini onaylarım.

Prof.Dr. Zuhul KARAHAN KARA

Enstitü Müdürü

Not: Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan alıntıların, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunundaki hükümlere tabidir.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa no
KISALTMALAR.....	iv
ŞEKİLLER DİZİNİ	v
GRAFİKLER DİZİNİ.....	vi
TABLOLAR DİZİNİ.....	vii
ÖNSÖZ.....	viii
GİRİŞ	1
I. BÖLÜM	
1. SERMAYE HAREKETLERİNİN KAPSAMI.....	3
1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketleri.....	5
1.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Faydaları.....	9
1.1.1.1. Kaynak dağılımı etkinliği.....	10
1.1.1.2. Üretim etkinliği.....	11
1.1.1.3. Dağılım etkisi.....	12
1.1.1.4. Bağımsızlık etkisi.....	13
1.1.1.5. Taşma etkisi.....	13
1.2. Portföy Yatırımları.....	15
1.2.1. Tahvil.....	17
1.2.2. Hisse Senedi	18
1.3. Diğer Sermaye Hareketleri.....	19
1.3.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	19
1.3.2. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	21
2. SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ.....	22
2.1. Finanssal Serbestleşme ve Sermaye Akımları.....	29
2.2. Finanssal Krizler ve Sermaye Akımları.....	34
2.3. Döviz Kuru Rejimlerinde Sermaye Akımları.....	38
2.3.1. Sabit Döviz Kurlarında Sermaye Akımları.....	43
2.3.2. Esnek Döviz Kurlarında Sermaye Akımları.....	44
3. SERMAYE AKIMLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER.....	45
3.1. İten Faktörler.....	47
3.2. Çeken Faktörler.....	49
3.3. İten ve Çeken Faktörlerin Nispi Önemi.....	50
4. SERMAYE AKIMLARININ YÖNETİMİ.....	51
II. BÖLÜM	
1. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE SERMAYE AKIMLARININ ETKİLERİ.....	54
2. SERMAYE AKIMLARININ EKONOMİK DENGELER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ.....	57
2.1. Sermaye Akımları ve Büyüme.....	60
2.2. Sermaye Akımları ve İhracat	65
2.3. Sermaye Akımları ve İthalat.....	68
2.4. Sermaye Akımları ve Sermaye Piyasası.....	70
III. BÖLÜM	
1. TÜRKİYE'YE YÖNELİK SERMAYE AKIMLARI.....	73
1.1. Türkiye'ye Yönelik Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	79

1.2. Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	81
2. TÜRKİYE'DE SERMAYE AKIMLARININ ETKİLERİ.....	85
2.1. Türkiye'de Sermaye Akımları ve Büyüme.....	86
2.2. Türkiye'de Sermaye Akımları ve İhracat.....	90
2.3. Türkiye'de Sermaye Akımları ve İthalat.....	94
2.4. Türkiye'de Sermaye Akımları ve Sermaye Piyasası	97
3. TÜRKİYE'DE YAŞANILAN KRİZLER VE SERMAYE HAREKETLERİ İLİŞKİSİ.....	98
3.1. Türkiye'de 1994 Krizi ve Sermaye Hareketleri.....	99
3.2. Türkiye'de 2000-2001 Krizi ve Sermaye Hareketleri.....	101
4. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK ETKİLERİNİN ANALİZİ BİR MODEL ÇALIŞMASI	
4.1. Vektör Otoregresyon (Vector Autoregression (VAR)) Modeli.....	102
4.1.1. VAR Modelinin Aşamaları.....	103
4.1.2. Yöntem.....	103
4.2. Yabancı Sermaye Girişlerinin Ekonomik Değişkenler Üzerine Yaptığı Etkinin Analizi.....	104
4.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımların Döviz Kuru, İhracat, İthalat, Büyüme Oranlarına Yaptığı Etkinin Analizi.....	104
4.2.2. Kısa Vadeli Yabancı Yatırımların Borsa, Döviz Kuru, İhracat, İthalat ve Büyüme Oranlarına Yaptığı Etkinin Analizi.....	113
5. SONUÇ.....	122
6. EKLER.....	127
7. KAYNAKLAR.....	129
8. ÖZET (SUMMARY).....	140

KISALTMALAR

AB:	Avrupa Birliği (The European Union)
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
BDT:	Bağımsız Devletler Topluluğu (Commonwealth of Independent States (CIS))
DM:	Alman Markı (Deutsch Mark)
DPT:	Devlet Planlama Teşkilatı
DTM:	Dış Ticaret Müsteşarlığı
DYY:	Doğrudan Yabancı Yatırımlar
EMS:	Avrupa Para Sistemi (European Monetary System)
ERM:	Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (European Exchange Rate Mechanism)
GOÜ:	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSH:	Gayri Safi Hasıla
GSYİH:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF:	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
KVS:	Kısa Vadeli Sermaye
MB:	Merkez Bankası
OECD:	İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (Organization of Economic Cooperation and Development)
RKY:	Resmi Kalkınma Yardımları
SPK:	Sermaye Piyasası Kurulu
TBB:	Türkiye Bankalar Birliği
TMSF:	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
UNCTAD:	Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (United Nations Conference on Trade and Development)
VAR:	Vektör Otoregresyon Modeli (Vector Autoregression Model)

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. Sermaye Hareketlerinin Kapsamı.....	5
Şekil 2. Dünyada ve Ekonomik Gruplarda DYY Girişleri, 1980-2006.....	8
Şekil 3. DYY' nin Yatırım Süreci Etkilerinin Genel Anlamda Şekillendirilmesi.....	12
Şekil 4: Global Finansal İstikrar Haritası.....	32
Şekil 5: Döviz Kuru ve Büyüme Arasındaki Kanallarda Sermaye Girişlerinin Rolü.....	39
Şekil 6: Ekonomik Değişkenliklerin İleti Mekanizmasında Sermaye Akımları.....	59
Şekil: 7. Sermaye Hareketleri ve Büyüme.....	87

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik: 1 Gelişmekte Olan Ükelere Net Sermaye Akımları, 1990-2006.....	27
Grafik: 2 Gelişmekte Olan Ükelere Net Borç ve Tahvil Akımları 1990-2006.....	28
Grafik: 3. Yükselen Piyasalara Net Özel Sermaye Akımları.....	65
Grafik: 4.Temel Üretim Guruplarıyla Ticari Mallarda Dünya Ticaret Hacmi, 1950-2006.....	67
Grafik: 5. Türkiye'ye Yönelik Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	80
Grafik: 6. Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	83
Grafik: 7. Kısa Vadeli ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	84
Grafik: 8. Türkiye'de Yıllar İtibariyle GSYİH'da Değişimler.....	88
Grafik: 9. Türkiye'de Sermaye Akımlarının ve Büyüme Oranlarının Seyri.....	89
Grafik: 10. Türkiye'de Yıllar İtibariyle İhracat'ta Değişimler.....	91
Grafik: 11. Türkiye'de Sermaye Akımlarının ve İhracat Oranlarının Seyri.....	92
Grafik: 12. Türkiye'de Sermaye Akımlarının ve İthalat Oranlarının Seyri.....	95
Grafik: 13. Türkiye'de Yıllar İtibariyle İthalat'ta Değişimler.....	95
Grafik: 14. Doğrudan Yabancı Yatırımlar Serisi Grafikleri.....	105
Grafik: 15. Döviz Kuru Serisi Grafikleri.....	105
Grafik: 16. İhracat Serisi Grafikleri.....	106
Grafik: 17. İthalat Serisi Grafikleri.....	106
Grafik: 18. Milli Hasıla Serisi Grafikleri.....	107
Grafik: 19. Döviz Kuru, İthalat, Büyüme, İhracat Oranları Doğrudan Yab. Yatırımlara Tepki Grafikleri.....	109
Grafik: 20. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Serisi Grafiği.....	114
Grafik: 21. Borsa Serisi Grafikleri.....	114
Grafik: 22. Borsa, Döviz Kuru, İhracat, İthalat ve Büyüme Oranları KVS' ye Tepki Grafikleri.....	116

TABLULAR DİZİNİ

Tablo: 1. Dünya Üretim Artışı, 1991-2007.....	63
Tablo: 2. Ekonomik Grup ve Bölgelerde İhracat.....	66
Tablo: 3. Ekonomik Grup ve Bölgelerde İthalat.....	69
Tablo: 4. Durağanlık Testi Sonuçları (DYY).....	108
Tablo: 5. Değişen Varyans (DYY).....	108
Tablo: 6. Otokorelasyon LM Testi (DYY).....	108
Tablo: 7. Doğrudan Yabancı Yatırımların Varyans Ayrışım Tablosu.....	110
Tablo: 8. Döviz Kurunun Varyans Ayrışım Tablosu (DYY).....	111
Tablo: 9. İhracat Varyans Ayrışım Tablosu (DYY).....	111
Tablo: 10. İthalat Varyans Ayrışım Tablosu (DYY).....	112
Tablo: 11. Milli Hasılanın Varyans Ayrışım Tablosu (DYY).....	112
Tablo: 12. Durağanlık Testi Sonuçları (KVS).....	115
Tablo: 13. Değişen Varyans (KVS).....	115
Tablo: 14. Otokorelasyon LM Testi (KVS).....	115
Tablo: 15. Kısa Vadeli Sermayenin Varyans Ayrışım Tablosu.....	117
Tablo: 16. Borsanın Varyans Ayrışım Tablosu (KVS).....	118
Tablo: 17. Döviz Kurunun Varyans Ayrışım Tablosu (KVS).....	119
Tablo: 18. İhracat Varyans Ayrışım Tablosu (KVS).....	119
Tablo: 19. İthalat Varyans Ayrışım Tablosu (KVS).....	120
Tablo: 20. Milli Hasılanın Varyans Ayrışım Tablosu (KVS)	121

ÖNSÖZ

Globalleşen dünyamızda gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan birçok ülke uluslararası piyasalara entegre olma çabasına girmiştir. Uluslararası sermaye hareketlerinin büyüklüğü, bu sermayeden pay almak isteyen ülkeleri finansal piyasalarında liberalleşmeye götürmüştür. Bu politikaların nihai sonuçları ise ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir.

Bu çalışmada gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının ekonomik etkileri incelenerek, Türkiye ekonomisinde yabancı sermayenin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Bu tezin konusunun seçiminden yazımına kadar geçen her aşamada yardımlarını aldığım danışman hocama şükranlarımı sunar, ayrıca her türlü desteklerini esirgemeyen değerli hocalarıma ve arkadaşlarıma teşekkür ederim.

Zerife YILDIRIM

GİRİŞ

Yaşadığımız yüzyıla damgasını vuran en önemli olgulardan biri, hiç kuşkusuz uluslararası sermayenin dolaşımında gelinen noktadır. Ülkelerin aralarında finansman sıkıntılarını gidermede başvurdukları yabancı kaynaklar, zamanla gelişerek resmi ellerden özel ellere doğru engel tanımadan dolaşan bir güç halini almaktadır. Günümüzde yabancı sermayenin uluslararası dolaşımında hareketlilik ve miktar son derece artmıştır. Tüm dünya ülkelerindeki toplam uluslararası doğrudan yatırım girişleri yaklaşık olarak 1.2 trilyon ABD Doları düzeyinde gerçekleşmektedir. Dünya genelinde hareket eden bu sermaye miktarı önceleri daha çok gelişmiş ülkeler arasında dolaşırken, dünya piyasalarına entegre olma çabasıyla finansal piyasalarını liberalleştiren gelişmekte olan ülkelere yönelmede de artışlar meydana gelmiştir.

Gerek gelişmiş ülkelerin kendi aralarında, gerek gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru hareket eden sermaye akımlarında, artan liberalleşme olgusuyla birlikte çeşitlenmeler de artmıştır. Nitekim IMF sınıflandırmalarına göre ülkeler arasında dolaşan sermaye amaç, vade ve çeşidine göre genel olarak üç kategoride değerlendirilebilmektedir. Bunlar; ilk olarak daha çok spekülasyon karakterli, ülkeler arası kazanç farklılıklarından yararlanmayı amaçlayan kısa vadeli yabancı sermaye, ikincisi finansal enstrümanlara kısa ve orta vadeli yatırım yaparak kar elde etmeyi amaçlayan portföy yatırımları ve üçüncü olarak da girdikleri ülke ekonomilerinde uzun vadeli yatırıma bürünen, ani kararlarla ülkeyi terk etmeyen, uzun süre kalıcılık arz eden doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak sınıflandırılabilir.

Dünya ölçeğinde hareketli olan ve sürekli dolaşan bu sermayeden pay almaya çalışan birçok gelişmekte olan ülke de 1980'li yıllardan sonra piyasalarını dünya piyasalarına açma eğilimine girmişlerdir. Özellikle 1990'lı yıllardan sonra marjinal verimlilikleri yüksek, kalkınma potansiyelleri yüksek, kazanç getirileri fazla ve dinamik karakterli gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomilerine yönelik yüksek oranlarda yabancı sermaye hareket etmeye başlamıştır.

Ancak bu ülkelere yönelen yabancı sermayenin, bu ülkelerin ekonomik dengeleri üzerinde oluşturduğu etkiler son zamanlarda çokça tartışılan konuların başında gelmektedir. Bu çalışmada, gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının ekonomik etkileri incelenerek, Türkiye örneğinde bu etkiler irdelenmeye çalışılmıştır.

Bu bağlamda çalışmanın birinci bölümünde sermaye hareketlerinin kapsamı üzerinde durulmuştur. Yabancı sermaye türleri genel olarak üç alt başlık altında incelenmiş ve sermaye çeşitlerinin ekonomik etkileri ayrı ayrı açıklanmıştır. Daha sonra, dünya ölçeğinde sermaye hareketlerinin gelişimi ve bu gelişimde finansal serbestleşme, finansal krizler ve döviz kuru rejimlerinde sermaye akımları değerlendirilmiştir. Ayrıca bu kısımda sermaye akımlarını belirleyen faktörler üzerinde durularak, yabancı sermayenin bir ülkeye girişindeki sebepler üzerinde sınıflandırmalara yer verilip, akabinde sermaye akımlarının yönetimi ve kontrolü üzerinde bazı kıstaslar değerlendirilmiştir.

İkinci bölümde, gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının ne derece etkin oldukları ve yabancı sermayenin ekonomik dengeleri nasıl etkilediği araştırılmıştır. Bu bağlamda ihracat, ithalat, büyüme ve sermaye piyasası gibi dünya geneli ile ilgili olan makro değişkenler üzerinde durulmuştur.

Son olarak üçüncü bölümde ise Türkiye’de yabancı sermaye akımları üzerinde durulmuştur. Bu doğrultuda, Türkiye’de yabancı sermayenin gelişimi, ülkenin ithal ikameci politikalarından ihracata yönelik politikalara geçişi, ve finansal piyasalarında izlediği serbestleşme süreci ele alınmıştır. Bu noktada Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı yatırımlar ve kısa vadeli yabancı yatırımlar üzerinde durularak, sermaye akımlarının ihracat, ithalat, büyüme ve sermaye piyasası üzerinde etkileri incelenmiştir. Türkiye’ye yönelik sermaye hareketlerinin ekonomik etkileri, vektor otoregresyon (VAR) yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Modelin birinci kısmında doğrudan yabancı yatırımların, ikinci kısmında ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının etkileri incelenmiştir.

I. BÖLÜM

1. SERMAYE HAREKETLERİNİN KAPSAMI

Uluslararası sermaye hareketleri, ödemeler dengesinde sermaye hareketleri hesabının rezerv dışı sermaye hareketleri kısmında yer alır. Bu hesap resmi rezervler dışındaki tüm uluslar arası hareketleri (para değişimi, diğer çeşitli menkul ve gayrimenkul işlemler gibi) içerir. Yurt içinden herhangi bir varlık satımı ülkenin sermaye hareketleri hesabına pozitif kaydedilir ve sermaye girişi olarak adlandırılır. Yine bunun gibi yurtdışından alınan borç ya da menkul değerler de sermaye girişi olarak değerlendirilir. Ülkenin sermaye hesabının fazla vermesi net sermaye girişi (net capital inflow) olarak adlandırılır (Kaya, 1998: 74). Özellikle gelişmekte olan ülkeler için sermaye hesabının fazla vermesi istenilen ancak gerçekleşmesi çok zor olan bir durum olmaktadır.

Ekonomik liberalizasyon, genel olarak piyasada fiyat ve miktarlar üzerindeki devlet müdahalelerinin kaldırılması olarak tanımlanırken sermaye hareketlerinin liberalizasyonu yerleşiklerin uluslar arası piyasalardan borçlanmasına, bu piyasalara sermaye transfer etmesine, yabancıların yurtiçi finanssal piyasalarda yatırım yapmasına ve iç piyasalardan borçlanmasına izin verilmesi anlamını taşımaktadır. Dışa açılmayla gerçekleşen liberalizasyon yerleşikler arasında yabancı paralar ile işlem yapılmasını sağlamaktadır (Kızılırmak Üçkaya, 1996: 1).

Gelişmekte olan ülkelerin gelişim süreçlerini tamamlayabilmeleri ve kalkınabilmeleri için sağlam ve büyük yatırımlar yapılmalıdır. Ancak ne var ki bu ülkelerin mevcut ekonomik birimleri bu tür yatırımları gerçekleştirebilecek yeterli sermaye birikimine sahip değildirler. Söz konusu ülkeler önemli yatırımlarını gerçekleştirebilmek için dış desteğe gereksinim duymaktadırlar. Bu durum gelişmekte olan ülkeler için finanssal serbestleşme olgusunu daha kabul edilebilir kılmaktadır.

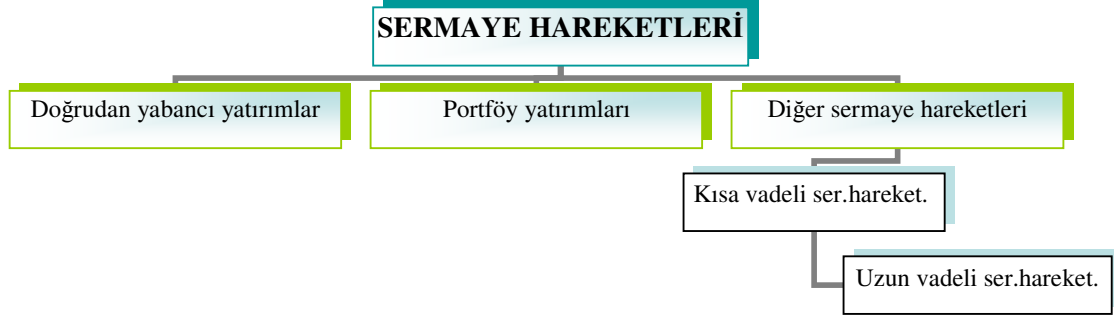
Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin arzu edilmesinin başlıca nedenleri arasında ekonomi üzerindeki baskıların hafifletilebilmesinin sağlanması gelmektedir. Bununla iki önemli anlamı vardır. Birincisi etkili bir sermaye hesabı liberalizasyonu, ulusal yatırım için ulusal hükümetlerin yönetim politikalarında bağımsız olma isteklerinin çürümelerini sağlayarak uluslararası yatırımcıların kararlarını ciddi manada içermektedir. İkinci olarak gelişmekte olan ülkelerin sermaye hesabında sınırlamalar olduğu zaman belli bir amaca hizmet edebilen özel güdümler etkin olabileceği için, liberal politikalarla daha bağımsız bir şekilde sermaye akımları çekilmeye çalışılmaktadır (Ghose, 2004: 8).

Gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik kalkınmalarının finansmanında var olan darboğazlar ve bunun hem nedeni hem de sonucu olarak ortaya çıkan sermaye yetersizliği karşısında tek alternatif dış finansmanlardır. Bu sorunların aşılması için yeterli sermayeye gereksinim duyulmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için dış finansman kaynakları geleneksel ve alternatif dış finansmanlar olarak sınıflandırılabilir. Geleneksel dış finansmanlar; uluslararası çok taraflı mali kurumların finansmanları, devletlerarası finansmanlar ve uluslararası ticari banka kredilerini kapsarken, alternatif dış finansmanlar; doğrudan yabancı yatırımlar ve uluslararası portföy yatırımları olmak üzere tüm diğer özel kaynaklı finansmanları içermektedir (DPT, 2000: 2).

Bu bağlamda gelişmekte olan ülkeler için dış finansman, tasarruf sıkıntısının giderilebilmesi için vazgeçilmez bir unsur haline almıştır. Bu bağlamda yabancı sermaye kavramını çeşitli şekillerde tanımlamak mümkündür; özetle, bir ülkenin kısa bir süre içinde kaynaklarını ve buna bağlı olarak da ekonomik gücünü etkileyebilmek için karşılığını değişik biçimlerde ileride ödemek üzere diğer ülkelerden sağladığı mali ve/veya teknolojik kaynaklar olarak tanımlanabilir. Bu kaynaklar ekonomiye kısa sürede kendi imkanlarının ötesinde yatırım ve tüketim imkanı sağlar ve borç olarak geldiğinde karşılığını ana para ve faiz ödemesi şeklinde, yatırım ve üretime katılmak üzere geldiğinde ise kar veya faiz karşılığı olarak alır (Soydal, 2006: 579).

Bir ülkeye gelen sermaye akımları çeşitli şekillerde gerçekleşebilir. Bunlar OECD normlarına göre nitelendirilen bir ülkedeki kişi ya da kurumların bir başka ülkede kalıcı ekonomik kazanç elde etme amacıyla gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak gerçekleşebilir. İkincisi, hisse senetleri, tahvil, ticari kağıtlar ve mevduat sertifikası gibi enstrümanları içeren portföy yatırımları şeklinde gerçekleşebilir. Ayrıca diğer sermaye hareketleri olarak nitelendirebileceğimiz kısa vadeli sermaye hareketleri ve uzun vadeli

sermaye hareketleri olarak da sermaye girişleri meydana gelebilir (OECD, 2007: 3). Bu bağlamda sermaye hareketlerinin kapsamını aşağıdaki gibi şekillendirebiliriz.



Şekil 1. Sermaye Hareketlerinin Kapsamı

Şekil 1’de görüldüğü gibi sermaye hareketleri kendi aralarında üç farklı şekilde gruplandırılabilir. Yine bu yabancı yatırımların vadeleri, ekonomiler üzerindeki etkileri (gerek kendi ülkeleri gerekse yatırımın gerçekleştiği ülkeler için), ülkelere giriş amaçları gibi durumlar farklılık göstermekle beraber ev sahibi ülke ekonomisinin risk primi de yabancı sermayenin türünü belirlemedeki etkisi oldukça yüksektir. Uluslar arası sermaye hareketlerini daha ayrıntılı inceleyerek etkilerini anlamlandırmaya çalışacağız.

1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketleri

Uluslararası yabancı sermaye yatırımlarının bir türü olan doğrudan yabancı sermaye (DYS) yatırımları, yabancıların buldukları ülke sınırlarının dışında yeni üretim tesisleri kurması, bunları genişletmesi veya mevcut tesisleri satın alması ya da söz konusu tesislerin mülkiyeti üzerinde denetim sahibi durumuna gelmesini ifade etmektedir (Şen ve Karagöz, 2005: 1064). Doğrudan dış yatırımlar, bir ülkeye ya döviz transferi yolu ile ya üretimde kullanılarak makine, teçhizat ve diğer üretim araçları şeklinde ya da lisans, teknik bilgi, know-how gibi maddi olmayan haklar şeklinde girmektedir. Doğrudan dış yatırımlar yoluyla globalleşen dünya bir anlamda ülke ekonomisinin dünya ekonomisiyle rekabet halinde olmasını sağlamaktadır (Saatçioğlu, 2002: 5).

Sermayenin ana yurdunu terk ederek yabancı bir ülkede yatırıma dönüşmesinin tarihini XVI.yy’ a kadar uzatmak mümkün olmakla beraber asıl gelişmenin daha çok sanayi

inkılabıyla olduğu bilinmektedir. XIX.yy' in ikinci yarısında özellikle İngiltere gelişmiş sanayisine kaynak sağlamak amacıyla girişimlerde bulunmuş, hammaddeyi sanayi üretimine dönüştürmüş ve çevreye çeşitli altyapı hizmetleri yoluyla yatırımlarda bulunmuştur. Ancak bu yatırımların çoğu devlet garantisi altında gerçekleşmiştir ve 1920'li yıllarda doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYY) artık uluslararası ekonominin hayati bir parçası haline gelmiştir (Yavan, 2006: 39).

Yabancı doğrudan yatırımlar toprak ve maden faktörleri gibi verimli varlıkların yabancı sahipliğinin bir ölçüsüdür. Yabancı yatırım artışı ekonomik globalleşmenin bir ölçüsü olarak da kullanılabilir. II. Dünya savaşıdan sonra sömürge halinde olan çoğu ülke bağımsızlığını kazanmış ve yeni devletler kurulmuştur. Bu yeni yönetimlerin yabancı sermaye yatırımlarını benimsemesi, bu yönde yatırımlarda bulunmalarını ve fabrika, maden gibi çeşitli girişimlerin yabancı endüstri sahipliği ile şekillenmesini sağlamış, böylece yeni ekonomik biçimin oluşması hız kazandırmıştır (www.ucatlas.ucsc.edu.).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları (Direct Foreign Investment-FDI), yabancı ülkelerdeki fiziki sermayeye sahip olan ve bunu işleten çokuluslu şirketler aracılığıyla uluslar arası sermaye hareketlerinin gerçekleştirilmesidir (Oksay, 1998:3). Bu sermaye transferi alıcı ülkede kalıcı yatırımlara dönüşerek ülkenin kalkınmasına katkıda bulunur. Önceleri daha çok altyapı hizmetleri ile gerçekleşen yabancı sermaye yatırımları devlet eliyle desteklenirken daha sonraları özel sektör aracılığıyla yayılmaya başlamıştır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları yıllar itibariyle değişkenlik gösterirken bu değişkenlikler dünya genelinde artışlar olarak gerçekleşmiştir.

1960'lardan sonra gelişmekte olan ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırımların artmasında etkili olan IMF, GATT, Dünya Bankası, Ortak Pazar gibi ekonomik birleşmelerin sağladığı güvence çokuluslu girişimleri hızlandırmıştır. Bu yıllarda doğrudan yabancı yatırımlar, işgücünün yaygın olarak kullanıldığı hızlı teknolojik gelişmelerin uygulandığı kimya, lastik, makine, dayanıklı tüketim malları gibi sektörlerde yoğunlaşmıştır (Sabır, 2002:2).

Ekteki şekillerden de daha net görülebileceği gibi (Bkz: Ek 1) 1970'li yıllardan sonra doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının düzeyi önemli ölçüde artış göstermiştir. Ancak 1970'li yıllarda banka borç vermeleri sermaye akımlarından daha geniş boyutta olmuş ve bunların en önemli alıcıları da kamu sektörü olarak yerini almıştır (Lopez-Mejia,1999:3). Bu

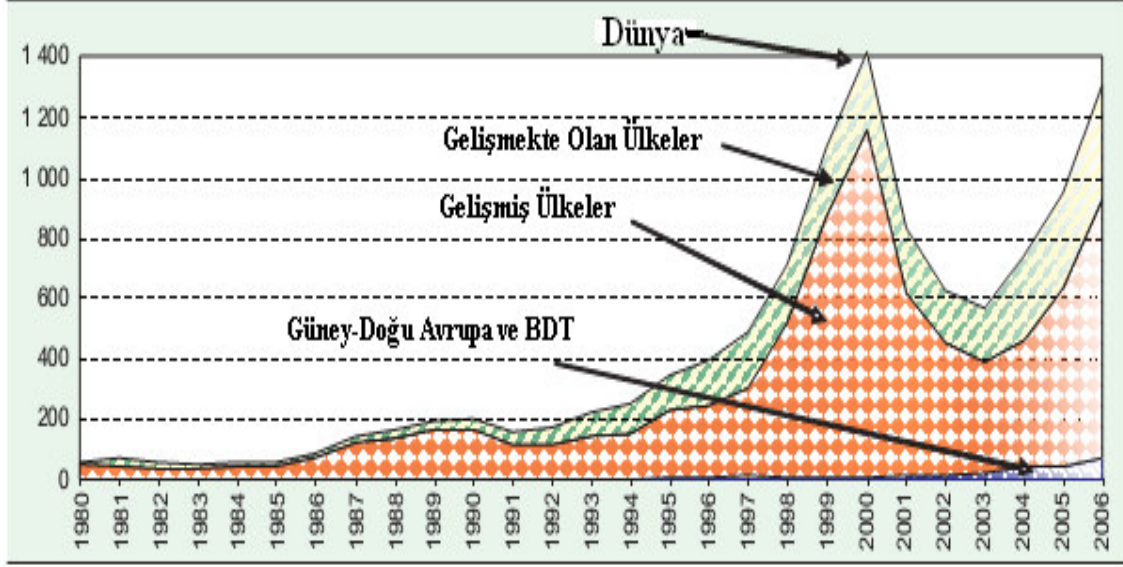
yıllarda özel sermaye akımları henüz uluslararası anlamda etkin bir potansiyele sahip olamamış mevcut düzeyde gelişmiş ülkeler bazında şekillenmiştir.

(Bkz: Ek 1) DYY' in dağılımında, 1970 ve 1980'de Afrika'nın büyük bir kısmı, Latin Amerika ve Asya doğrudan yabancı yatırımları çok küçük düzeyde kalmış ya da bu bölge ve ülkelerde doğrudan yabancı yatırımlar hiç olmamıştır (www.ucatlas.ucsc.edu.). 1970'lerden sonra, Latin Amerika yalnızca egemen alıcı olmamış aynı zamanda on yılın üzerinde bir artış yakalamıştır. Bu trend 1980'lerde tersine dönmüş, ve çoğunlukla özelleştirmeye bağlı olarak 1990' nın başlarında daha da hızlanmıştır. Bunun yanında, Doğu Asya ülkeleri 1980'lerin başlarından bu yana paylarında önemli artışlar göstermiştir. Başlangıçta bu, Güney-Doğu Asya'nın yeni sanayileşmiş ekonomilerinin cazip görünmesine bağlanmıştır, fakat daha sonraları Çin ekonomisinin dışa açıklığını göstermesi 1980'lerin sonlarından beri bölgenin paylaşımında göze çarpan bir artış yaratmıştır (UNCTAD, 1999: 116).

1980'li yılların başından itibaren dünya genelindeki liberal ekonomik politikaların hızla yükselişe geçmesi, piyasa ekonomisinin gelişmesi ve uluslar arası üretimin artması doğrudan yabancı yatırımların (DYY) istikrarlı bir artış trendi yakalamasını sağlamıştır. Küçük şirketlerin çokuluslu şirketlere dönüşmesi, küçük yatırımların yerini büyük yatırımların alması, gelişmekte olan bazı ülkelerin sanayileşerek (özellikle yeni sanayileşen Güney Kore, Tayvan, Hong Kong ve Singapur gibi) artık uluslar arası düzeyde faaliyetlerde bulunabilmesi DYY' nin önemini arttırmış ve bu yönde bir politika sergilemelerini sağlamıştır (Yavan, 2006: 41). 1990'larda Çin, tüm gelişmekte olan ülkelere yapılan sermaye girişlerinin üçte biri ve Doğu Asya'ya olan doğrudan yabancı yatırımlar toplamının üçte ikisini almış bulunmaktadır. Sermaye girişlerinin bölgesel dağılımının görünüşünde rahatsız edici pozisyonda olanlar arasında genellikle Afrika gibi düşük-gelirli gelişmekte olan bölgelerin paylarının giderek azalma durumu yer almaktadır (UNCTAD, 1999: 116).

1990'lardan günümüze doğru, doğrudan yabancı yatırımlar hızla artış kaydederek dünyanın her tarafına yayılma göstermiştir. 1999'lu yıllarla Latin Amerika, Afrika ve Asya'nın büyük bir kısmı GSYİH' nin %1'inden daha büyük sermaye girdisine (DYY) sahip olmuştur (www.ucatlas.ucsc.edu.). 2000'li yıllarda daha hızla artan doğrudan yabancı sermaye yatırımları çokuluslu girişimlerin amaçları doğrultusunda şekillenirken gelişmekte olan ülkeler için de adeta vazgeçilmez bir kaynak haline gelmiştir.

(Milyar Dolar)



Kaynak: UNCTAD, 2007

Şekil 2. Dünyada ve Ekonomik Gruplarda DYY Girişleri, 1980-2006

Şekil 2’ de görülebileceği gibi üç büyük ülke grubu olarak; gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler ve Güney-Doğu Avrupa’nın geçişli ekonomileri ve (BDT) Bağımsız Devletler Topluluğu’na 1980-2006 sonu itibariyle global anlamda doğrudan yabancı yatırımlar hızla artmış ve artmaya devam etmektedir. 2000 yılında ulaşılan 1.4 trilyon dolarlık tarihi rekor seviyesinden sonra 2003 yılına kadar düşüş eğilimi gösteren dünya toplam doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) 2004 yılından itibaren tekrar artış trendine girmiştir. Bir önceki yıla göre, 2004 yılında %27, 2005 yılında ise %29 oranında artış gösteren dünya toplam DYY, 2006 yılında da %34.3 oranında artış göstererek 1.2 trilyon ABD Doları seviyesine ulaşmıştır. Bu tutar 2000 yılında gerçekleşen DYY akımından sonraki en yüksek ikinci değerdir. Dünya genelinde devam eden ekonomik büyüme, artan şirket karları ve bunun sonucunda artan sınır ötesi birleşme ve satın alma işlemleri DYY akımlarındaki artış trendinin devam edeceğini göstermektedir (YASED, 2007: 2).

Arıca Şekil 2’de belirtilen DYY girişlerinin belli dönemlerde ülke gruplarına yönelik hareketleri çok fazla artmıştır. Düşüş eğiliminden sonra ikinci yükselişteki hareketlilik 2006 sonu itibariyle baktığımızda gelişmesini sürdüren Asya ülkeleri, yatırımcıları güçlü bir şekilde cezbederek 2006’da tüm gelişmekte olan ülkelere yapılan toplam sermaye girişlerinin üçte ikisinden fazlasına sahip olmuştur (UNCTAD, 2007: 4).

1.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Faydaları

Dışa kapalı bir ekonomide tasarruflar sermaye birikiminin tek kaynağıdır. Ancak dışa açık bir ekonomide ulusal yatırımlar yabancı sermaye ile de finanse edilebilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler de finansal serbestleşme programları ile dışa açılarak uluslar arası piyasalara entegre olmaya ve sermaye akımlarından faydalanmaya çalışmaktadırlar (Kula, 2003: 142). Doğrudan yabancı sermaye yatırımları da ülke ekonomileri için bir finansman kaynağı olurken, alıcı ülkelerin ekonomik dengeleri üzerinde bazı olumlu sonuçlar yaratmaktadırlar. Bu sonuçlar ülkeden ülkeye değişebilmekte ve neticede kesin olmamakla birlikte, DYY' nin ülke ekonomilerine sağlayacağı faydaları şöyle sıralayabiliriz (Sabır, 2002: 3; Kaymak, 2005: 76; Kula, 2003: 142; Yang, 2002: 7; Yavan, 2006: 80; Jackson, 2007: 12; Oksay, 1998: 2; Saatçioğlu, 2003: 2; Seyidoğlu, 2003a: 729; Girma and Görg, 2005: 2; Aslan, 2001: 6; Unctad, 2000: 5; Şen ve Karagöz, 2005: 1069; Unctad, 2007: 5; Ghose, 2004: 4; DPT, 2000: 15):

- | | |
|-----------------------------------|------------------------------------|
| * Teknolojik gelişme | * Sermaye birikimi |
| * Büyüme | * Vergi gelirleri |
| * Ülke içi rekabet | * İstihdam artışı |
| * İhracat | * Finansman |
| * Makro değişkenlerde iyileşmeler | * Verimlilik |
| * Hayat standartlarında artış | * Fiyatların düşmesi |
| * Kaliteli üretim | * Gelir artışı |
| * Üretim artışı | * Etkinlik |
| * Sermaye açığını kapatmak | * Maliyetleri düşürmek |
| * Hammaddeye işlerlik sağlamak | * Döviz rezervlerini genişletmek |
| * Know-how getirmek | * Politik-ekonomik destek sağlamak |
| * Promosyon | * Dışa açılma |

- * Çevreyi korumak
- * İnsan kaynaklarının geliştirilmesi
- * Faktör maliyetlerinde düşüş
- * Bilişim teknolojisinde gelişme
- * Esnek üretim sağlama
- * Yönetim bilgisi
- * Gelişmiş piyasalara giriş sağlama
- * Ülkeye kredibilite sağlama vb.

Doğrudan yabancı yatırımların böyle olumlu neticelerinin yanında artan sermaye kazancı ve uzun dönemli kalıcı yatırımların sağladığı etkinlik, potansiyel verimliliği arttırarak da ülke ekonomisi üzerinde olumlu etkiler meydana getireceği ifade edilebilir.

1.1.1.1. Kaynak dağılımı etkinliği

Gelişmekte olan ülkeler ekonomik kalkınma çabalarında önemli bir şekilde sermaye darboğazı ile karşı karşıya kalmakta iken, gelişmiş veya sanayileşmesini tamamlamış ülkelerde sermaye faktörü bol olarak bulunmaktadır. Ülkeler arasında sermaye faktörünün yeterliliği açısından ortaya çıkan bu dengesizlik dünya ekonomisinde kaynak dağılımının etkin olmaması sonucunu da beraberinde getirmektedir. Dolaysız yabancı yatırımların sermaye faktörünü taşıması ve bu yatırımların sermaye birikimini hızlandırması “kaynak dağılımı etkinliği” (resource allocation efficiency) olarak adlandırılır (Kula, 2003: 142).

Gelişmekte olan ülkeler finansal serbestleşme yoluna giderek ulusal piyasalarını uluslararası piyasalara entegre kılmaya çalışmakta ve global çerçevede dolaşan sermaye hareketlerinden pay almaya çalışmaktadırlar. Böylece çokuluslu şirketler tarafından gerçekleştirilen doğrudan yabancı yatırımların getirdiği bu hareketlilik sermayenin uluslararası piyasalarda serbest dolaşımını sağlarken ülkeler arasında sermaye faktörünün daha rasyonel dağılımını da beraberinde getirmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar alıcı ülke ekonomisinde içselleşerek bazı avantajlara sahip olabilmektedirler. Üstlenilen üretim süreci alıcı ülke piyasasında etkinlik sağlamak ve üretkenlik artmaktadır. Yabancı yatırımcıların sahiplenme etkisi yerel avantajlar ve finansal piyasada bütünleşme getirirken kaynakların dağılımına da yarar sağlamaktadır (Yang, 2002:6).

Çoğu ekonomist doğrudan yabancı yatırımların gerçekleşmesi sonucunda alıcı ülke için ekonomideki toplam sermaye miktarının artacağını ve böyle yatırımların sermaye stoğuna

devamlı katkı sağlayarak kazanımları arttıracak sonucuna varmıştır (Jackson, 2007: 15). Bu yatırım birikimi ve kazanımların yeniden yatırıma dönüştürülmesi ekonomi üzerinde uzun dönemde kalıcı etkiler yaratacak ve gelişmekte olan ülkelerin risk primini düşürecek aynı zamanda yeni yatırımlar için güven ortamı sağlayacaktır (Ghose, 2004: 6). Bu bağlamda gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketliliği sermayenin uluslararası dağılımını sağlarken kaynakların yeniden dağılımında etkinlik yaratacaktır.

1.1.1.2. Üretim etkinliği

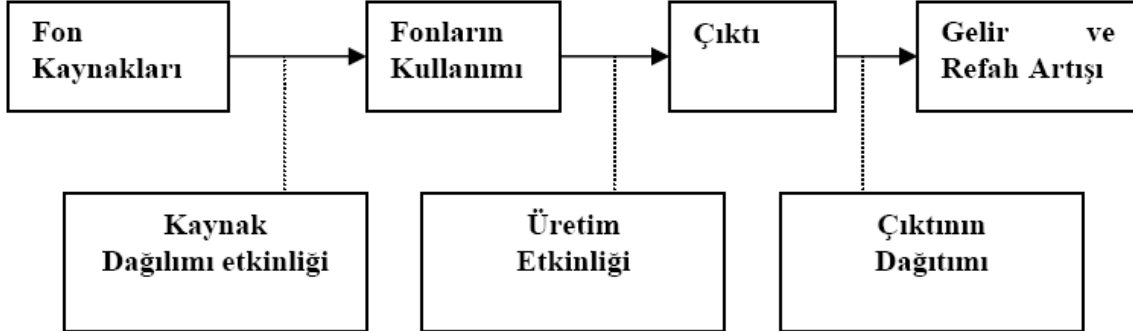
Birçok ekonomist doğrudan yabancı yatırımlar gibi yabancı sermayenin uluslar arasında serbest ve engelsiz hareketinin hem yatırımcı ekonomilere hem de alıcı ekonomilere pozitif etkiler yaratacağını belirtmektedir. Yükselen piyasalarda ihtiyaç duyulan sermayenin ekonomiye işlerlik kazandırması olağanüstü rekabet yaratmakta, beceri ve teknik avantaj sağlamaktadır. Bu durum her iki ülke ekonomisi için fayda oluşturmada ve rekabetin getirdiği mücadele yurt içi firmaların daha etkin ve daha verimli çalışmalarını sağlamaktadır (Jackson, 2007: 12). Ayrıca doğrudan yabancı yatırımların artması üretim maliyetlerini düşürerek verimliliği arttırmaktadır (Kaymak, 2005: 79). Etkinlik ve verimlilikteki gelişme üretim artışını sağlamada ve dolaysız yabancı yatırımların ekonomi üzerindeki bu yansıması “üretim etkinliği” (production efficiency) olarak adlandırılmaktadır (Kula, 2003: 143). Üretim etkinliği kesinlikle gerçek başarılar için, potansiyel olarak uygulanabilir projeler getirmedeki yeteneklere ve bunu kullananlara bağlıdır. Teknoloji, teknik bilgi ve yönetim becerileri en önemli kabiliyet kullanımı gerektiren faktörler arasındadır (Yang, 2002: 7).

Global etkinliklerde yönetimlerin çoğu gerçekte mali ve finansal anlamda fayda sağlamak ve bu faydayı ülkelere kazandırmak için çokuluslu şirketleri cezpt etmeye girişirler. Bu müdahale politikalarının temel açıklamalarından biri, üretkenlikteki birikim sonucu oluşan taşmalar sayesinde yabancı çokuluslu girişimlerin varlığından kazanç sağlama ve yurtiçi firmalara güven duyulmasıdır. Bundan dolayı yurtiçi firmalar, eğer çokuluslu girişimlerden sağlanan pozitif dışsallıklar varsa bu dışsallıklar sayesinde üretkenliklerini geliştirebilirler. Ayrıca DYY taşmalarından yurtiçine kazanç tesis edilip edilmeyeceğinin kararlaştırılması da önemli bir konudur (Girma and Görg, 2005: 4).

1.1.1.3.Dağılım etkisi

Çoğu gelişmekte olan ülke halen çok az düzeyde doğrudan yabancı yatırım almaktadır. Oysaki böyle yatırımlar yurt içi yatırımların gücüne güç katmada çok büyük önem arz etmektedirler. Bu ülkelere kalıcı olarak sermaye getirecek şey, sadece bu tür yatırımları cezbedebilme kabiliyeti değil aynı zamanda daha yüksek düzeyde kalite yaratabilmektir. Yabancı yatırımlar yurtiçi ekonomi için ihracata yönelme, ileri teknoloji ve beceri kazandırma veya taşma etkileri yaratmada sağlam bağlantılar sağlayabilir (Unctad, 2000:3)

Artan yatırımlara bağlı olarak üretim seviyesinde bir artış gözlenebilmekte ve bu durum da daha fazla istihdam daha fazla gelir ve refah sağlamaktadır. Bunun sonucunda da üretim faktörlerinin üretimden aldıkları paydaki değişim dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının dağılım etkisini ortaya çıkarmaktadır (Kula, 2003: 143).



Kaynak: Yang, 2002:5

Şekil 3. DYY' nin Yatırım Süreci Etkilerinin Genel Anlamda Şekillendirilmesi

Bilindiği gibi yatırım faaliyetlerini birden fazla ülkede sürdüren ve üretimle ilgili kararları ana merkezden alıp yatırımın yapıldığı ülkede yan kuruluşları vasıtasıyla etkinlik sağlayan çokuluslu şirketler tarafından gerçekleştirilen doğrudan yabancı yatırımlar (Özağ ve Diğerleri, 2002: 2) alıcı ülke ekonomisinde kaynak dağılımı etkinliği ve üretim etkinliği sağlayarak gelir artışı yaratmakta, bu da toplumun refahını arttırmaktadır. Bu evrelerin yatırım süreci etkileri modelde birleştirilerek şekillendirilmektedir (Yang, 2002: 5).

1.1.1.4.Bağımsızlık etkisi

Çokuluslu şirketler yatırımı gerçekleştirdikleri ülkelerde alıcı ülke piyasasındaki yerli firmalar üzerinde bazı etkilere sahiptirler. Bu etkiler yerli firmalar için dışlayıcı (crowding-out) ya da tamamlayıcı özellikte olabilir. Yerli firmaları dışlayıp onların yerine piyasada etkin olan yabancı firmalar ikame edici, yerli firmaların gelişmesini ve etkinleşmesini sağlayan ve yerli firmalarla bütünleşen yabancı firmalar ise tamamlayıcı özelliğe sahiptirler (Özağ ve Diğerleri, 2002: 3).

İkame edici nitelikte olan yabancı firmalar finansal piyasalarda etkin işlev görerek kaynakların kullanımına hakim pozisyondadırlar. Kaynakların kullanımının doğrudan yabancı yatırımcıların elinde olması, alıcı ülke için ülke kaynakları üzerindeki kontrol yetkisini sınırlayarak bağımlılığı arttıracaktır. Bu duruma doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının bağımsızlık etkisi denilmektedir (Kula, 2003: 143). DYY' yi gerçekleştiren firmalar finansal piyasalarda içselleşerek daha bağımsız pozisyonlar alabilmektedirler. Karar ve politikalarında ve piyasa işlemlerinde hakim konuma gelmeleri, kaynaklar üzerindeki hakimiyetlerini de arttırmakta bağımsız uygulama alanı kazandırmaktadır. Alıcı ülke firmalarının yabancı firmalara bağımlı olması da zamanla çoğunun piyasadan dışlanmasına neden olabilmektedir.

1.1.1.5.Taşma etkisi

Literatürde doğrudan yabancı yatırımların soyut ve somut olan direk etkileri, servet arttıran varlıkların sağlanması beklentisiyle birleşen zengin kaynaklara bağlı olarak doğrudan yabancı yatırımların kuvvetlenerek artmasıdır. Bu varlıklar alıcı ülkede üretken faaliyetlerde kullanıldığı için doğrudan elde edilebilirler. Gelişmekte olan ekonomilerde üretim kabiliyetiyle sağlamlaştırılmış kaynaklar dışsallıklar ve taşmalar tarafından daha fazla arttırılabilirler. Bir ülkede çıktı veya üretkenlik artışı, doğrudan yabancı yatırımların başlıca katılımlarından olan yabancı firmaların yayılması ve yatırım yapmasında finansal sermayenin oluşmasından kaynaklanmaktadır. Bu finansal sermaye hissedarlara dağıtılan karın içinde bulunmayan kazançlardan oluşmaktadır ve firmaların sermaye stoğuna ekleme, yeniden yatırımlara dönüştürme, yine elde tutma gibi kararlarına bağlanmaktadır (Banga, 2002: 5).

Çokuluslu şirketler ayrıca firmalarının özel teknolojik bilgilerini yerli çalışanları eğiterek aktarmalarıyla (Kugler, 2005: 5; Narula and Marin, 2005: 3) öğrenme sürecine ek olarak formal olmayan bir eğitimin formal hale gelmesine ve yurtiçi iş gücünün kalitesinde artışlar oluşmasına katkıda bulunabilirler (Narula and Marin, 2005: 3).

DYY taşmaları her zaman pozitif etkiye sahip değildirler bunun yanında negatif taşmalar da söz konusu olabilmektedir (Lipsey and Sjöholm: 24; Narula and Marin, 2005: 26-29). Bu taşmalarda eğer yabancı yardımcı kuruluşlardan yurt içi şirketlere teknik bilgilerin akması gerçekleşirse, böyle taşmalar çok büyük olasılıkla rekabeti olmayan ve tamamlayıcı sektörlerde üretkenlik artışı yaratan pozitif taşmalar olmaktadır (Kugler, 2005: 3). Pozitif taşmalar (spillover effect) üretkenlik ve verimlilik artışları sonucu büyüme ile ilişkilendirilmekte ve daha çok gelişmiş ekonomilerdeki firmalara pozitif akışlar yaratmaktadır (Lipsey and Sjöholm: 26-29).

Pozitif taşmaların çok önemli görünümünden bir tanesi de insan sermayesinin geliştirilmesi üzerine yaptığı katkıdır. Çokuluslu şirketler alıcı ülkelerde istihdama nicel anlamda bir artış katarken insan sermayesinin geliştirilmesine de çok büyük katkılar sağlarlar. Yabancı firmalar özel teknolojik bilgilerini çalışanlarını eğiterek aktarır ve iş gücü kalitesinde doğrudan artışlar sağlarlar (Narula and Marin, 2005: 2-3).

Negatif taşmalar, özellikle çoğu küçük yerli şirketler üzerinde etkili olmaktadır. Verimlilik ve üretkenlik artışından rekabete doğru en az etkin, en savunmasız olan yerli firmalarda görülmekte ve yabancı sahiplikteki yükselişlerle bağlantılı olarak gelişmektedir. Bazı gelişmekte olan ülkelerde negatif etkilere sebep olan bir diğer durum da yurtiçi firmalar ve yurtdışı firmalar arasındaki ayrılığın etkisinin çok büyük olmasıdır. Ayrıca oluşan negatif taşmalar sonucu yerli üretimdeki düşüşlerin de negatif taşmalar yaratacağı, bu taşmaların daha az üretim ve daha az gelir demek olduğu belirtilmektedir. Bu tür taşmalar gelişmiş ekonomilerdeki firmalara pozitif akışlar yaratırken gelişmekte olan ülkelerin firmaları içinse negatif etkiler yaratmaktadır (Lipsey ve Sjöholm: 26-29).

DYY' nin negatif dışlama etkisi, yerli firmaların büyüme ve bilgi birikimini negatif etkilemesi, yerli firmalar için nitelikli emek ve sermaye girdisini azaltması gibi sonuçlarla ortaya çıkmaktadır (Özağ ve Diğerleri, 2002: 3).

1.2. Portföy Yatırımları

“Yabancı mali sermaye yatırımı” ya da “dolaylı yabancı yatırım” da (foreign portfolio/indirect investment) denilen bu yatırım biçimi, bir yabancı firmanın veya yurtdışında yerleşik bir kişinin bir ülkenin borsasında işlem gören şirket hisse senetlerini, yatırım fonlarını, şirket tahvillerini ve devlet garantili bono/tahvilleri satın alması şeklinde ortaya çıkan mali işlemlerdir (Yavan, 2006: 71; Hoggarth and Sterne, 1997: 15). Portföy yatırımları bazı özelliklere sahiptir ki bunlar, portföy yatırım şeklini uzun dönemli bir yatırım şekli olan doğrudan yabancı yatırımlardan ayıran özelliklerdir. Bunlar: (Yavan, 2006: 71; Uras, 2005: 3)

- Bu tür yatırımda yabancı firmalar/kişiler, hissesini satın aldığı şirketi kontrol etmeyi amaçlamamakta sadece borsa alım-satım ile döviz kuru hareketlerinden kazanç sağlamaktır.
- Portföy yatırımlarında yabancıdan yerliye transfer edilen şey sadece parasal sermaye yani mali fondur.
- Bu tür yatırımlar piyasalar aracılığıyla bağımsız iki ayrı ekonomik ajan tarafından yapılır.
- Portfolyo yatırımları genellikle kısa dönemlidir.
- Yabancı sermaye, devletin, özel sektörün çıkardığı tahvilleri, bonoları satın almak için gelir. Burada yabancı sermayeyi ülkeye çeken tahvil ve bononun faizinin yüksek olmasıdır.
- DYY ve uluslar arası portföy yatırımları arasında olan önemli farklardan bir tanesi de yabancı ülkede yapılan yatırımın yönetimindeki farklılıklardır (Seyidoğlu, 2003a: 554).

Portföy yatırımları uluslararası ve piyasalararası olmak üzere iki şekilde yapılabilmektedir. Bir ülkenin ihraç ettiği hisse senedi ve tahvillerin yabancı yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasasında ticaretinin yapılması uluslar arası işlemlere örnektir. Aynı işlemin ülke sınırları dışında bir piyasada yapılması piyasalararası işlemlere örnektir (Kılıçoğlu, 1998: 5; Aslan, 2001: 7). Portföy yatırımları borç senetleri ve hisse senetlerindeki işlemleri ihtiva eder; ikinci olarak da ikincil borçlar ve finansal haklar oluştuğunda (opsiyon gibi) finansal türevlere, para piyasası enstrümanlarına, senetlere ve tahvillere alt sektörler oluştururlar (Yang, 2002: 2).

Uluslararası portföy akımları teknoloji içermez, know-how getirmez, insana yatırım (knowledge effects) yapmaz ve ayrıca yönetim becerilerine sahip olmayı da gerektirmez. Bu yüzden alıcı ülkede kazançlar DYY’ de olduğu gibi taşmalar meydana getirmemektedir. Fakat uluslararası portföy akımları diğer yönlerden bazı kazançlara sahip olabilir. İlk olarak ve çoğunlukla alıcı ülkede yurtiçi yatırımları arttırması ve yabancı sermaye girişlerinin sermaye maliyetini daha da düşürerek kazanımlar sağladığı iddia edilmektedir. Fakat bu sadece uluslar arası portföy yatırımları için geçerli olmamakta; sermaye girişlerinin tüm türleri için geçerli olmaktadır. İkinci olarak uluslar arası portföy akımları alıcı ülkenin yatırımcı temelini oluşturmaya yardım edebilir ve alıcı ülkenin finansal piyasasını geliştirmeyi sağlayabilir. Bir ülkede yabancı portföy yatırımlarının artması, yerel sermaye piyasalarının likiditesini arttırarak piyasalarda etkinliği yükseltir. Bu faydalar sermaye girişlerine düzenli bir görünüm kazandırabilir (Yang, 2002: 8; İşeri ve Aktaş, 2005: 2). Bu tür sermaye girişleri, uluslar arası yatırımcıların uygulanan politikalara duydukları güven ve desteğin bir ölçüsü olarak görülür ve ekonomiye bir tür “güvenoyu” kazandırır. Gelişmekte olan ülkeler portföy yatırımları ile tasarruf açıklarını ulusal egemenliklerini sınırlamadan çözüme imkanına sahip olmaktadır (Esen, 1998: 62).

Sermaye akımlarındaki büyüklük ve devamlılık resmi politikalara, finansal piyasalardaki eksikliklere ve ekonomik esaslara karşılık olumlu bir görünüm oluşturur (Taylor and Sarno, 1997: 452). Ayrıca sermaye akımlarının kompozisyonunda etkili ticari banka kredilerinden uluslar arası portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlara doğru yaşanan değişimlerde politik ve sosyal faktörler kadar dışsal ve içsel ekonomik koşullar da etkili olmuştur (Altinkemer, 1995: 13).

Portföy yatırımları, para ve sermaye piyasalarında uluslar arası mali işlem şeklinde gerçekleşen uluslar arası özel sermaye hareketleridir. Kısa “1 yıldan az”, orta “1-5 yıl” ve uzun “5 yıldan çok” vadeli olarak gerçekleşmektedir. Sermaye piyasası işlemleri tahvil, hisse senedi ve çeşitli menkul değerlerin alım satımıyla oluşmaktadır (Kar, 2003: 1). Tahvil ve hisse senetleri şeklinde gerçekleşen yabancı sermayenin çok değişken bir kaynağı olan portföy yatırımları gelişmekte olan ülkelerde devlet ve şirketler tarafından piyasaya ihraç edilmekte (Dodd, 2004: 2) ve örgütlenmiş piyasalarda işlem görmektedirler. Bu tür yatırımlar dolaylı yatırımlar olarak adlandırılmaktadır. Böyle yatırımların ülkeye giriş ve çıkışları oldukça kısa süreli olmakta ve yatırımcılar risk gördükleri anda kolaylıkla portföylerini

çekebilmektedirler. Portföy yatırımcılarının temel amacı çeşitlendirme yoluyla getiri ve risk dengelerini optimal düzeyde oluşturmaktır (İşeri ve Aktaş, 2005: 2).

Kısa süreli kalıcılıklarından dolayı portföy yatırımları GOÜ için bir politika kısıtı yaratmakta, ülkeler para politikalarında daha temkinli davranmak durumunda kalmaktadırlar. Yabancı portföy yatırımlarının iktisat politikaları önündeki kısıtlayıcı etkisi, dolaylı yaptırım gücünden ya da sermaye kaçıışı tehdidinden kaynaklanmaktadır. Yabancı portföy yatırımlarının GOÜ yönetimleri üzerinde diğer bir olumsuz etkisi de, potansiyel risk taşımaktır. Portföy yatırımlarında aşırı dalgalanmaların olması durumunda, döviz kurları ve faiz oranlarında istikrarsızlıklar olmakta, döviz rezervleri düzeyine bağlı olarak da ödemeler dengesinde krizler olabilmektedir (Esen, 1998: 62-63). Daha önce de belirttiğimiz gibi uluslar arası portföy yatırımları hisse senetleri, tahvil ve çeşitli menkul kıymet kağıtlarından oluşur bunlara kısaca değinmekte yarar olduğunu düşünerek aralarındaki benzerlik ve farklılıkları aşağıda açıklamaya çalıştık.

1.2.1. Tahvil

Türk ticaret kanununun 420. maddesi gereği tahvil:“Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine tahvil denir”.

Tahvil bir borçlanma senedir ve sermaye pazarlarında işlem görür. Tahviller farklı türlere ayrılabilir. Birincisi teminat yönünden tahviller vardır ki bunlar da teminat gösteren veya göstermeyen olarak ikiye ayrılırlar. İkincisi dolaşım yeteneğine göre olan tahvillerdir. Bu tahviller de kendi aralarında nama yazılı ve hamiline yazılı tahviller olarak ikiye ayrılmaktadırlar. Üçüncü olarak yatırımcıya sağladığı haklar bakımından tahviller bulunmaktadır. Bunlar da: sabit faizli tahviller ve primli tahviller şeklinde sınıflandırılmaktadır. Bunların dışında ikramiyeli tahviller, kar paylı tahviller ve hisse senedine çevrilebilir tahviller de bulunmaktadır (Sarıkamış, 1995: 27-34).

Uluslararası tahviller, bir özel şirket veya hükümet kuruluşu tarafından çıkartılıp, ülke dışında satışa sunulan uzun vadeli borçlanma araçlarıdır. Bu tahviller borçlanan ülkenin para birimi dışındaki ulusal paralarla uluslar arası tahvil piyasalarından, borç kaynaklar sağlanma imkanı yaratır (Seyidoğlu, 2003b: 329). Yatırımcı ihraç yapan kuruluşa bir borç sözleşmesi ile

bağlıdır. Tahvili çıkarılan kuruluşla arasındaki alacaklı-borçlu ilişkisi ana paranın ödenmesi ile sona ermektedir (Karan, 2001: 371).

Tahvil enstrümanına yatırım yapmak düzenli bir faiz geliri kazandırmaktadır, tahvile yapılan yatırımdaki risk primi pay senetlerinin risk priminden daha düşüktür ve tahvilin güvencesi daha yüksektir. Bunun yanında özellikle enflasyonist ortamlarda yatırımcıların portföyünde bulunan tahvillerin pazar fiyatlarında düşüşlerin yaşanması (ilk ve son tarihteki satın alma değeri) gibi sakıncalar da bulunmaktadır (Sarıkamış, 1995: 35).

1.2.2. Hisse Senedi

Hisse senedi, anonim ortaklıklar ile sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklarda payları temsil ve ifade eden bir finansal varlıktır. Hisse senedi tahvilin aksine, ortaklığa sahipliğin belgesidir. Bu hali ile hisse senedi bir anonim ortaklık tarafından, kuruluşuyla beraber, ilk çıkarılan ve ortaklığın tasfiyesi halinde, en son geri ödemesi yapılan bir varlıktır (Sarıkamış, 1995: 37). Yani hisse senetleri sahipleri, şirketin karlarından ve performansından önemli ölçüde yararlanabilmelerine karşılık, şirketin tasfiye olması durumunda ise tahvil ve diğer borçlarının ödenmesinden sonra şirketin mal varlığı üzerinde hak iddia edebilmektedirler (Karan, 2001: 303).

Uluslararası hisse senetleri ile öz kaynak sağlanması, ya mevcut hisse senetlerinin yerli ve yabancı borsalara kaydettirilmesi (crosslisting: karşılıklı kayıt, çifte kayıt), ya da yeni hisse senetlerinin yabancı yatırımcılara satışı biçiminde olur (Seyidoğlu, 2003b: 366). Hisse senedi tahvile oranla daha büyük risk taşıyan bir finansal varlık çeşididir (Sarıkamış, 1995: 38). Uluslararası şirketler için baktığımızda, ulusal şirketlerin iskonto teknikleri ve mali analiz temelleri hemen hemen tüm ülkelerde aynıdır. Uluslararası hisse senedi analizindeki asıl sorun, kur riski taşıması, varlık fiyatlandırma modelini uygulamasının karmaşıklığı ve gerekli bilgileri sağlamada güçlüklerin ortaya çıkmasıdır (Seyidoğlu, 2003b: 366).

Hisse senedi çeşitlerine baktığımızda anonim ortaklık pay senetleri, “öncelikli pay senetleri-preferred stock” ve “adi pay senetleri-common stock” olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bunların yanında sahip olduğu kişiye çeşitli yararlanma hakları veren intifa senetleri de kullanılmaktadır (Sarıkamış, 1995: 39).

Uluslararası portföy yatırımlarında şirketler finansman bulabilmek için tahvil ihracı, hisse senedi çıkarımı gibi yollara baş vurabilmektedirler. Ancak bu tür portföy yatırımları

daha çok kar amaçlı hareket etmekte oldukları için ülke ekonomileri üzerinde belli bir gelişme yaratamamakta ve DYY gibi alıcı ülke üretimine taşmalar oluşturmamaktadırlar. Ancak bunun yanı sıra portföy yatırımları girdikleri ülkelerin sermaye piyasalarını geliştirmekte, likit kaynak oluşturmakta, yeni girişlerin önünü de açmaktadırlar. Bu gelişmeler gelişmekte olan ülkelerin piyasalarını hareketlendirirken DYY' nin girişine de zemin oluşturmaktadırlar.

Uluslararası portföy yatırımlarında çeşitli menkul kıymet kağıtları da kullanılabilir. SPK' ya göre menkul kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen çeşitli kıymetli evraklardır (İMKB, 2003: 155).

1.3. Diğer Sermaye Hareketleri

Uluslararası sermaye hareketleri daha önce de belirttiğimiz gibi çeşitli şekillerde dolaşmaktadır. IMF tarafından yapılan, uluslar arası ödemeler dengesi istatistikleri uluslar arası sermaye akımlarını dört kategoriye bölmektedirler: doğrudan yabancı yatırımlar, uluslar arası portföy yatırımları ve diğer yatırımlar (Baharumshah and Thanoon, 2005: 71). Diğer yatırımlar kendi aralarında vade türüne göre ikiye ayrılmaktadırlar ki bunlar da kısa-vadeli yatırımlar ve uzun-vadeli yatırımlar şeklinde gerçekleşmektedir. Bu tür yatırımlar ticaret kredileri, borçlanmalar, para ve depoziteler ve diğer alınabilir, ödenebilir hesaplar şeklinde sıralanabilir (Yang, 2002: 2).

1.3.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Genellikle “sıcak para” olarak dile getirilen kısa vadeli sermaye dolaşımı Dünya Bankası limitlerinde kısa vadeli (bir yıldan az) banka kredileri olarak tanımlanmaktadır. Gelişmekte olan bir ekonomide “sıcak para” akımları (özellikle yurtiçi) her iki taraf firma yöneticileri kadar (yurtiçi ve yurtdışı) bankalar ve rantiyeli aktivitelerinde arbitraj-arayışlarından da ortaya çıkmaktadır (Yeldan ve Boratav, 2001: 19).

Dünya finansal sistemin gelişmesinde gelişmekte olan ulusal ekonomilerin entegrasyonu, finansal sektörlerini liberalize etme amaçlı politikaların başarıya ulaşmasıyla gerçekleşmiştir. Finansal liberalizasyonun arkasındaki güdü ekonomik etkinlik sağlamak, tasarruf artışıyla istikrar ve büyüme gerçekleştirmek olmuştur. Bununla beraber gelişen bir sonuç da gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarsızlığı arttıran ve finansal krizlerin bir

serisi haline gelen spekülâtif amaçlı kısa vadeli sermaye hareketlerin (sıcak para) bu ekonomilerde ortaya çıkmasıdır (Yeldan ve Boratav, 2001: 19). Kısa vadeli sermaye akımları finansal işlemlerin geniş bir düzenlemesinden oluşur; ticaret kredileri, ticari bankaların bir yıldan az vadeli kredileri gibi bu kısa vadeli resmi ve özel borçlar (yurtiçi ve yurtdışı paraların) yurtdışından yapılmakta veya yabancılardan satın alma şeklinde gerçekleşmektedir (Rodrik and Velasco, 1999: 12).

Kısa vadeli sermaye hareketleri, global finans piyasalarındaki işlemler, döviz ticareti veya başka menkul kıymetlerin alım ve satımı şeklinde gerçekleşen kısa vadeli işlemlerden oluşan sermaye dolaşımıdır. Daha çok döviz değişimlerinden oluşan bu işlemler son yıllarda çok büyük boyutlara ulaşmıştır. Bu tür sermaye hareketliliği, sermaye giren ülkelerin mali piyasalarında girişte ve çıkışta beklenmedik dalgalanmalar meydana getirmekte ve ekonomiye yansımaları da faydalı sonuçlar oluşturmamaktadır (Akdiş, 2004: 1). Bir ülkenin kısa-vadeli borçları /GSYİH oranı %15 olursa, o ülke bir yıl içinde bu borçlar için GSYİH' sının % 15' ini ödemek zorunda kalacaktır. Oluşan böyle bir dış ödemeyi karşılamak sadece yurtiçi tüketim için değil aynı zamanda reel aktivite açısından da oldukça maliyetli olacaktır (Rodrik and Velasco, 1999: 17).

Kısa vadeli sermaye girişlerini yaratan bir durum, büyük olasılıkla sermaye kontrollerinin olmadığı, daha yüksek yurtiçi faiz oranlarının hakim olduğu ve sabit bir döviz kuru politikasının uygulandığı durumdur, ki bu da minimum kur riski oluşturur (Hoggarth and Sterne, 1997: 36). Gelişmekte olan ülkeler sermaye yetersizliği nedeniyle yatırımlarını borç finansmanı yoluyla sağlamaya çalışır ve ülke içindeki tasarruf kaynaklarının yetersiz olması nedeniyle uluslar arası borçlanma yoluna giderler. Uluslar arası tasarrufları ülkeye çekmenin yolu da iç faiz oranlarının, dış faiz oranlarından yüksek olmasıdır. Gelişmekte olan ülkelere de gerekli yasal düzenlemelerle uluslar arası sermayenin önündeki engeller kaldırılarak ve faiz farklılıkları yaratılarak ihtiyaç duyulan fonlar ülkeye çekmeye çalışılır (Dikmen, 2003: 26). Piyasalar arası kur farklılığını gözetken, arbitraj kazancı güdüsüyle dolaşan ve faize karşı duyarlı olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin, ülkeye girişi kadar çıkışı da ani ve hızlı olan fonlardır.

Uluslar arası finansal serbestleşme ülkeleri sermaye hareketliliğinin etkilerine maruz bırakmaktadır. Ancak bu etkilerde önemli olan sermaye girişlerinin kompozisyonudur. Ülkeye giren kısa vadeli sermaye çok fazla değişkenlik arz etmektedir. Sermaye girişlerindeki artış tüketimde artışa, döviz rezervlerinde yükselmeye, reel döviz kurunda artışa ve bunlara paralel

olarak cari işlemler dengesinde açığın büyümesine yol açmaktadır. Kısa vadeli borcun etkili olduğu zayıf dış borç yapısında, sermaye çıkışları yurtiçi finans sisteminin ve ekonominin istikrarını tehdit etmektedir (Kabaş, 2005: 95).

Ülkeler arasında mobilitesi en yüksek olan bu sermaye türünün temel özelliklerini şu şekilde sıralayabiliriz (Dikmen, 2003: 27):

- Spekülatif olma
- Riske karşı aşırı duyarlılık
- Vadesi 1 yıldan kısa olma
- Ödemeler dengesi üzerinde denkleştiricilik
- Faiz oranlarına ve kur değişmelerine duyarlılık
- Gelişen teknolojiyle birlikte hareket alanı ve hızının artmış olması
- İç politikalara bağımlı veya bağımsız olabilme
- Kamu ve özel kesim için finans kaynağı olabilme
- Ülke risklerine göre spekülatif olabilme
- Konjunktüre bağlı hareket etme gibi.

1.3.2. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Uzun vadeli sermaye hareketleri kamu ve özel sektörün orta-uzun vadeli kredi kullanımlarının ve dış borç anapara ödemelerinin kaydedildiği hesaptır. Kamu kesiminin kredi kullanımları, kredi mektuplu döviz tevdiat hesabı ve dünya finans piyasalarından sağlanan diğer orta-uzun vadeli kredileri içermektedir (Kaya, 1998: 79). IMF ve Dünya Bankası, bankaların oluşturduğu konsorsiyumlar ve diğer kuruluşlar bu tür fonların kaynağını oluşturmaktadırlar. Finansman amaçlı kullanılan bu tür krediler, verimli alanlarda kullanıldığı zaman faydalı sonuçlar oluşturabilmekte ve kısa vadeli sermaye türüne nazaran vadelerinin uzunluğu dolayısıyla istikrarsızlıklar yaratmamaktadırlar (Kar ve Kara, 2003: 11).

Uzun vadeli sermaye hareketleri, kısa vadeli sermaye hareketlerinde olduğu gibi değişkenlik, öngörülemezlik, ve süreklilik yönünden benzerlikler taşımaktadır (Baek, 2006: 365). Ancak sermaye transferinin bir diğer yolu olarak uzun vadeli sermaye yatırımları, bir işletme üzerinde pay sahibi olma şeklinde de gerçekleşebilmektedir (Dikmen, 2003: 25).

Uzun vadeli sermaye hareketleri belli bir süreyle ülkelere giriş yaptıklarından dolayı özellikle kriz dönemlerinde ülke dışına ani çıkışlar oluşturmamaktadırlar. Hisse senetleri, kısa

vadeli bonolar ve bankalardaki mevduatlar kolayca ülke dışına çıkarılabilirken daha uzun vadeli bonolar vade boyutundan dolayı daha istikrarlı bir görünüm arz etmektedirler (Kabaş, 2005: 15). Ani çıkışlar oluşturmeyen orta ve uzun vadeli borçlar ülkelerin kriz ihtimallerini de azaltmaktadır (Rodrik and Velasko, 1999: 16).

Enflasyon oranlarında artış, döviz kuru oynaklığı ve daha diğer değişkenliklerde orta veya uzun dönemli yatırımların genel ekonomik durumlarının görünümünü etkilemekte ve kararlı bir yapı göstermektedir. Reel GSYİH' de bir artış daha iyi ekonomik durumlara işaret etmekte buna karşın yüksek bir enflasyon oranı olduğunda ise uzun vadeli yatırımların azalmasına ve uygun olmayan ekonomik durumlara yol açabilmektedir (Kang ve Diğerleri, 2002: 16).

2. Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Uluslararası sermaye hareketlerinin geçmişine baktığımızda sermayenin dolaşımı ülkeler arası borçlanmaların artmasıyla hız kazanmıştır. Önceleri daha çok kamusal alanda yapılan borçlanmalara, sonraları özel borçlanmaların da eklenmesiyle ülkeler arasında fon transferleri yoğunlaşmaya başlamıştır.

Sermayenin ülkeler arasındaki hareketliliği çok geçmişe dayanmaktadır. 1800'lü yıllardan İkinci Dünya Savaşına kadar olan dönemde ülkeler arasında finansman kaynak arayışları daha çok portföy borçlanma enstrümanları şeklinde olup, devlet garantileri içermektedir. 1820'lerde Latin Amerika, 1860 ve 1870'li yıllarda Orta Amerika, Latin Amerika ve aralarında Türkiye ve Mısır'ın da bulunduğu bazı Ortadoğu ülkeleri, 1890'da Arjantin ve Yunanistan, 1902 yılında Venezüella, 1930'lu yıllarda ise hemen hemen tüm Gelişmekte Olan Ülkeler finansman kaynak arayışından sonra borçlanma sorunlarıyla karşılaşmışlardır (Bal, 2001: 25).

1930'lu yıllardan 1940'lı yılların sonuna kadar olan dönem dünya ekonomisinin gerek ekonomik krizler, gerekse savaşlar sonrasında hızla daralma gösterdiği, dış ekonomik ilişkilerin zayıfladığı ve beraberinde uluslar arası sermaye hareketlerinin de oldukça daraldığı dönemler olarak gelişmiştir. Küresel anlamda yaşanan daralmalar finansman kaynaklarını da daraltmış ve bu da ülkeler arası fon akışını oldukça düşürmüştür (Bal, 2001: 25).

İkinci Dünya Savaşı sonrasında toplanılıp Bretton Woods konferansı ile yön verilen sistemdeki sermaye hareketleri büyük ölçüde resmi borçlanma niteliğinde olup genellikle

plan, proje finansmanı ya da ulusal ekonomilerin temel istikrarsızlıklarından kaynaklanan ihtiyaçlara finansman görevini üstlenen hareketlerdir. Dolayısıyla, bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin uluslar arası mali piyasalara girişi sınırlı kalmış ve bu ülkelere olan sermaye hareketleri de sınırlanmıştır (İnandım, 2005: 8).

1950'lerde sermaye hareketlerini serbest bırakma yönündeki görüşler benimsenirken, 1961den itibaren QECD'nin direktifleri doğrultusunda bu görüşler güçlenmiştir. Ancak 1960'lı yılların ortalarından itibaren ödemeler dengesi sorunu yaşayan ülkeler çeşitli kısıtlayıcı önlemlerle sermaye girişlerini kontrol altında tutmaya çalışmışlardır (Kaya, 1998:12).

1950'lerden sonra ilerleyen süreçte uluslar arası sermaye piyasalarında bir yayılma olmuştur. Uluslar arası yatırımlar, sermaye hareketleri tarafından ekonomik iyileşmeler kısmen savaş sonrasına bağlı olarak gelişmiş, ayrıca finansal işlemlerin gerçekleştirildiği para piyasalarının gelişmesiyle harekete geçmiş daha yüksek düzenleme konusu olmuştur. Ülkelerde periyodik bir şekilde (ve 1960'ların ikinci yarısından sonra sıklıkla artarak) döviz kurlarını ve neticede Bretton Woods sistemini çökerten dalgalanmalar, daha büyük paralar arasında kısa vadeli sermaye akımlarının dalgalanmalarına bağlı olarak baskı konusu olmuştur. Bu durumdan sonra, problemler ticaret ve diğer cari hesap işlemlerinin ödeme ve finansman düzenlemeleriyle ilişkilendirilerek uluslararası finansal sistem işlemlerinin önemle dikkate alındığı bir konu haline gelmiştir. Dikkat ve özenin artması dağıtım ve kullanım yolları oluşturmuş ve sermaye hareketlerine yönelik karşılık ve kontroller bu akımların hacmi büyüdükçe büyüme göstermiştir (Akyüz, 1999: 2).

Sermaye hareketlerinde 1970'li yıllardan itibaren gelişen yükseliş trendine karşılık, sermaye hareketliliğindeki artış dönemler itibariyle duraksama ve gerilemeler geçirmiş, ters dönüşler gözlenmiştir. İkinci Dünya Savaşı'ndan 1970'li yıllara kadar geçen dönemde teknolojiye gelişmeler, verimlilik artışı, hammadde fiyatlarının ucuzlaması, Dünya Bankası, IMF gibi kuruluşların katkıları, çeşitli kurumsal düzenlemeler ülkelerin refah düzeyinde artış yaratmıştır (İnandım, 2005: 8-9). 1970'li yılların başlarına kadar piyasa dönemlerinde ticari borçlanmalar aracılığıyla mevcut boşluklarını doldurmak için çaba sarf eden, düşük tasarruf ve gelir seviyelerinden kaynaklanan boşlukları kötüye giden gelişmekte olan ülkelerin tanınmasının temelinde, resmi borç ve yardım ihtiyacında gelişmekte olan ülkeler için çok önemli olan dış finansman kaynaklarının oldukça sınırlı olmasıdır. Resmi kalkınma yardımları (RKY) 1970'lerde hızla genişlemeyi sürdürürken, ülkeler arası soğuk savaş politikaları da

kısmen devam etmiştir. Bununla beraber eş zamanlı olarak büyük petrol ihracatçılarının birikmiş tasarruflarını değerlendirmek amacıyla olan gelişmiş ülkelerden ilk olarak bankalardan birlik kredileri ve özel finansal akımlar hızla artmıştır. Bu genişleme sözü edilen Bretton Woods sisteminin terk edilmesini, sermaye piyasalarının liberalizasyonunu oldukça kolaylaştırmıştır (Unctad, 1999: 99).

Bretton Woods sistemi 1970’li yıllarda yaşanan ekonomik krizi taşıyamayarak çöktükten sonra ülkeler arasında sermaye hareketliliğinde de artışlar olmuştur. Gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar 1970’li yılların ikinci yarısında başlayan kriz sonrasında reel yatırımlardan ziyade finansal yatırımlara yönelmişlerdir (İnandım, 2005: 8-9). Sabit döviz kuru sisteminin çöküşü ve yapılan devalüasyonlar uluslar arası sermaye hareketlerini hızlandırmıştır. Özellikle ABD’ den diğer ülkelere doğru bir sermaye akımı transferi başlamış, Avrupa para piyasalarındaki işlem hacimleri artmış, Euro piyasaları bu gelişmelere bağlı olarak hızlı bir şekilde büyümüştür. Böyle bir süreçten ticari finansman arayışında olan gelişmekte olan ülkelere de fon akımı hızlanmıştır (Bal, 2001: 31).

Bu dönemden sonra devletler ve piyasalar arasındaki ilişkilerde köklü değişiklikler yaşanmış, teknolojik gelişmelerdeki ilerlemeler ve liberalizasyon politikaları uluslar arası finans piyasalarının gücünü arttırmıştır. Ülkelerin paralarını serbest piyasa ortamında dalgalanmaya bırakmalarıyla yatırımcılar için risk primi artarken, piyasalar da önceki dönemlere oranla daha dalgalı bir hal almıştır (Kabaş, 2005: 14). Gelişmiş ülkelerdeki teknolojik yenilikler emeğin verimliliğini düşürürken hammadde fiyatlarında artışların olması yatırımcıların kar oranlarının da düşmesine neden olmuş böylece daha yüksek getiri amacıyla yatırımcılar reel yatırımlardan ziyade finans sektörüne yönelmeye başlamışlardır. Bu yolla gelişmiş ülkelerde biriken fonlar, faiz oranları daha yüksek olan gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmeye başlamıştır (Kaya, 1998: 12-13).

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları üç bölgeden kaynaklanmıştır; ABD, Avrupa ve Japonya. ABD kaynaklı fonlar genellikle Latin Amerika ülkelerine, Japon kaynaklı fonlar Güneydoğu Asya’ya, Avrupa kaynaklı fonlar ise Pasifik Bölgesine yönelmiştir (Esen, 1998: 60).

Liberalizasyon sürecine hızlı bir şekilde girme amacıyla olan ve böyle bir ortamdan yaralanmayı ümit edinen bir çok GOÜ bu süreçte ortaya çıkabilecek olumsuzlukları dikkate almamış, beklemedikleri ve öngörmedikleri bir çok sorunla karşı karşıya kalmışlardır. Böyle

bir politikayı seçen GOÜ sermaye hesaplarını serbestleştirmeleri sonrasında para politikaları, faiz haddi ve kurlar üzerindeki etkinliklerini bir ölçüde kaybetmişler ve böyle bir durum kısa vadeli sermaye hareketlerinin artmasına, özel sektörün de kısa vadeli borçlanmasına neden olmuştur (Emil ve Vehbi, 2002: 2). Dış borçlanmalarda hem özel kaynaklı hem de resmi kaynaklı kredilerin vadelerinin giderek kısalması söz konusu olurken kısa vadeli borçların giderek yüksek miktarlara ulaşması da dış borçların döndürülebilmesini zorlaştırmıştır. Finansal liberalizasyonla gelişen bu yapı GOÜ' lerin dış borçların yönetiminde gösterdikleri başarısızlıklara bağlanabilirken, yine bu dönemde önemli sorunlardan bir tanesi de ülkelerdeki makro istikrarsızlıkların büyümesiyle sermaye kaçışları olup, dış borçlanma gereksinimlerinin daha da şiddetlenmesi olmuştur (Bal, 2001: 33-35).

1970'li yılların ikinci yarısından 1980'li yıllara kadarki dönemde uluslar arası sermaye hareketleri daha çok banka kredileri veya borçlanmaları şeklinde gerçekleşmiş bu da 1980'li yıllarda borç krizleriyle karşı karşıya kalan birçok ülkenin finansman sıkıntısı yaşamasına neden olmuştur. Nitekim çok geçmeden Afrika ve Latin Amerika' da borç krizleri olmuştur. bu da yine borçların gerektiği gibi döndürülememesinden kaynaklanmıştır.

1970' lerde yükselen piyasalara sermaye akımlarının hızlı girişi dikkate değer bir hal almıştır. Uluslar arası sermaye akımlarında dramatik dalgalanmada 1973-74' deki petrol şoku etkili olmuş ve Eurodollar piyasasının büyümesine katkıda bulunmuştur. 1979-81 arası dönemde banka borçlanmalarında dikkate değer bir genişleme olmuştur. Latin Amerika bu yoğun sermaye girişinin asıl alıcısı olmuş, bölgeye olan sermaye akımları 1981' de 46.2 milyar dolarla doruğa çıkmıştır (Kaminsky, 2005a: 2).

Global finansal piyasalarda entegrasyonun derecesi artarken GOÜ' lere uluslar arası sermaye akımları kompozisyonunda da yaklaşık olarak son on yılda bazı çeşitlenmeler olmuştur. IMF istatistikleri sınıflandırılmasına göre uluslar arası sermaye akımları; doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer (kısa-vadeli ve uzun-vadeli) yatırımlar şeklinde çeşitlenmiştir. Makro ekonomik perspektiften özel sermaye hareketlerindeki bu gelişmeler GOÜ' de büyük cari hesap dengesizlikleri için gittikçe büyüyen bir finansman kaynağı oluşturmuştur (Baharumshah ve Thanoon, 2005: 71).

Bu çeşitlenmeyle beraber ülkelere giren sermaye çeşidi ve oranında dönüşümler görülmüştür. Bu dönemde sermaye akımlarının kompozisyonunda doğrudan yabancı yatırımlar dramatik bir şekilde banka borçlanmalarının yerini almıştır. 1970' lerde Asya ve

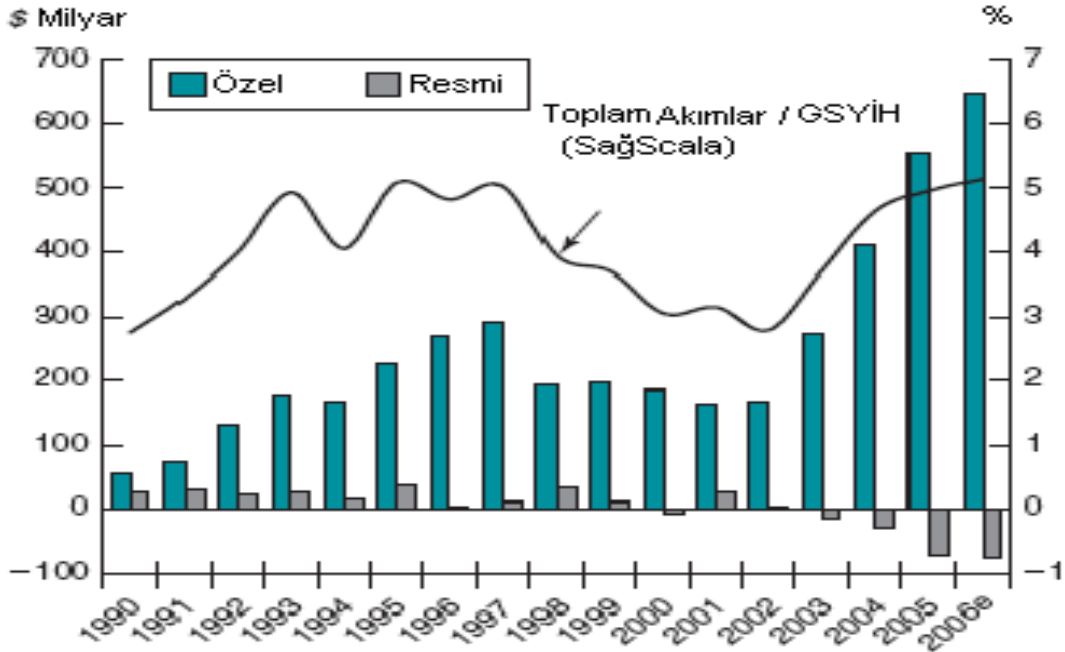
Latin Amerika’ da banka borçlanmaları, net özel sermaye girişlerinin yüzde 70’ inden, 1990’ larda yüzde 20’ lere kadar inmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar, Asya ve Latin Amerika’ya sermaye akımlarının en büyük payını oluşturmuş, portföy yatırımları (hisse senetleri ve tahviller) da paralel bir ölçüde yeterince artış gerçekleştirmiştir (Kaminsky, 2005a: 2). Yine 1990’lı yıllarla gelişen bu çeşitlenmede, hisse senetlerindeki özel borç alımları 1980’ lerdeki %25’den daha az olan bir orandan 1990’larda %50’ den daha fazla bir seviyeye yükselmiştir. Diğer bir ifadeyle 1990’lardaki cari hesap açıkları, çoğunlukla özel yatırım-tasarruf kararlarına bağlıydı. Bu duruma neden olan önemli bir faktör de gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermayeyi kabul etmelerindeki liberalizasyon politikaları olmuştur (Baharumshah and Thanoon, 2005: 71). Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının görünümünde resmi akımlara karşı, özel (tahvil ve hisse senetleri) akımlar büyük cari hesap dengesizliklerinin finansmanına önemli bir kaynak oluşturmuştur: “Bu dalga 1990’ların başlarında belirtilen portföy akımları ile büyük miktarlarda doğrudan yabancı yatırımların birleşiminden oluşmuştur” (Taylor and Sarno, 1997: 452). Şimdiye kadar ki dönemde 1990’ larda gerçekten de özel sermaye girişleri hızla yükselirken, resmi kalkınma yardımları (RKY) azalma göstermiştir. Özel sermaye girişlerindeki dalgalanma çoğu gelişmekte olan ülkede ekonomik aktiviteleri, özelleştirme ve hızlı liberalizasyon piyasalarını oldukça etkilemiştir. Buna karşılık özel sektör on yılın daha başlarında çoğu gelişmekte olan ülke için böyle borçlanmaların kontrolünü gevşetmiş uluslar arası piyasalarda GOÜ başlıca borçlu ülkeler olmuşlardır (Unctad, 1999: 99).

Yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri 1990’ların başlarından itibaren oldukça büyük dalgalanmalar göstermiştir. Latin Amerika ve Asya’da gelişmekte olan ülkeler 1990’ dan 1994’ e kadar beş yılda yabancı sermayenin yaklaşık olarak 670 milyar dolarını almıştır. Meksika krizinin çıkmasıyla gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinde bir azalma olmasına karşın, sermaye girişleri 1990’nın ortalarında yeniden artmaya başlamıştır. Ayrıca bu süreç kısa-vadeli sermaye akımları ve portföy hareketlerinin payında görünen bir artışla, özel sermaye akımlarının kompozisyonundaki değişikliği de yansıtmıştır. Yükselen piyasa ekonomileri ve gelişmekte olan ülkelere toplam sermaye akımları 1997’ de neredeyse 192 milyar dolara varmıştır, fakat Doğu Asya finansal krizini izleyen 1990’lı yılların sonlarında yeniden düşüş göstermiştir (Çulha, 2006: 2).

Yükselen piyasalara özel sermaye akımlarının gelişimi, 1996’ da en yüksek seviyesine gelmiş, Meksika krizinden sonra oldukça hızlı bir şekilde yavaşlarken uluslar arası kısa-vadeli

banka kredileri ve portföy akımlarında çoğunlukla Güney-Doğu Asya krizinden sonra 1997’de yavaşlamıştır. Bu bağlamda ilk olarak Asya’dan Latin Amerika’ya kadar büyük uluslar arası bankalar yükselen piyasalardan sermayeyi geri çekmeye başlamışlardır (Altinkemer, 1995: 2). 2000’li yılların ilk yarısında, sermaye akımları yeniden yükseliş göstermiş, 2000’den 2005’e doğru artarak yükselen bir trend izlemeye başlamıştır (Çulha, 2006: 2).

2006’ ya gelindiğinde, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri üç yıl öncekine göre daha sade bir şekilde artmasına rağmen, 2006’da da yine genişleyerek yükselmeye devam etmiştir. Toplamda özel ve resmi sermaye akımları 2005’ den yüzde 19 yükselerek 571 milyar dolara varmıştır. Finansal piyasalardaki karışık durumlar, faiz oranları, enflasyon baskısı ve global ekonomik büyümenin üzerindeki belirsizliklerin artmasıyla şekillenen bir yıllık süreçte borçlular ve alacaklılar bu risklerle karşı karşıya kalmışlardır. Aşağıda Grafik: 1’de GOÜ’ e sermaye akımlarındaki artışlar ve bu sermayenin kompozisyonundaki payların büyüklükleri gösterilmektedir (World Bank, 2007: 35).



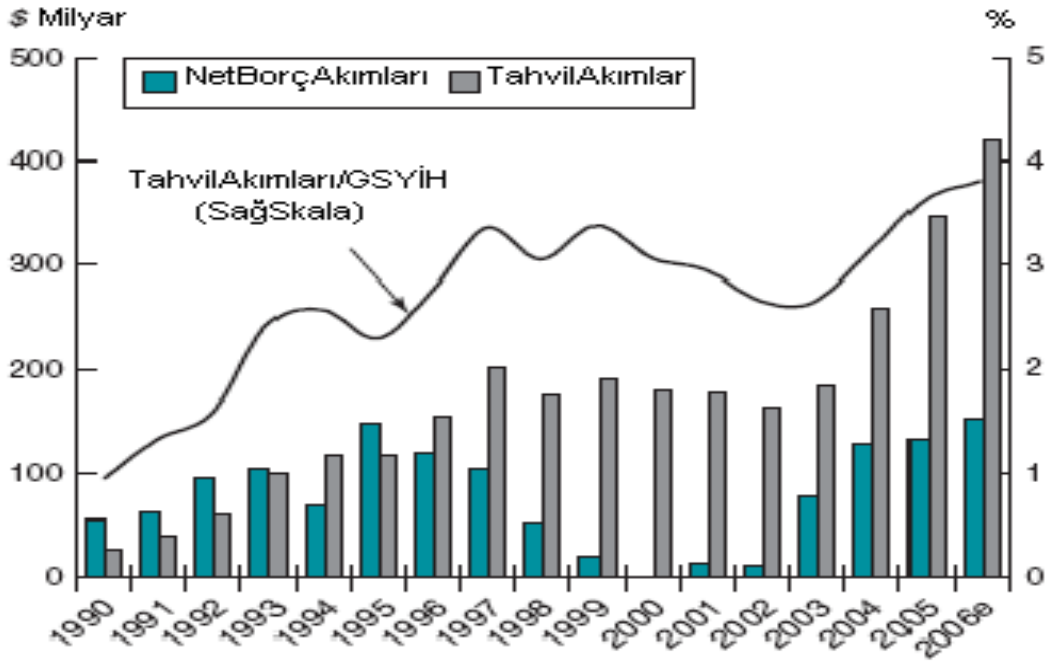
Kaynak: World Bank, 2007: 38

Grafik: 1 Gelişmekte Olan Ünelere Net Sermaye Akımları, 1990-2006

Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının kompozisyonunda resmi kaynaklardan özel kaynaklara doğru bir değişiklik oluşmakta ve özel kreditorlerden sermaye girişi, kısmen resmi kreditorler için dışa akan net sermaye çıkışına karşılık, genişleyerek devam etmiştir.

Son dönemlerdeki dönüşüm daha kararlı bir yapı sergilemiştir. Resmi kreditorlerden net sermaye çıkışları 2003 ve 2006 arası dönemde 185 milyar dolar olurken özel kreditorlerden toplam net sermaye girişleri 1.9 trilyon dolara varmıştır. Kısacası devletten özele doğru değişim hızlanmıştır (World Bank, 2007: 38).

Uluslararası sermaye hareketlerinde resmi-özel dönüşümü finans piyasalarının liberalleşmesiyle hız kazanmıştır. Toplamda dolaşan sermaye hacmi özellikle 1990'lı yıllarla artış göstermiştir. Bu artışlar Doğu Avrupa geçiş ekonomileri, yükselen Asya ülkeleri ve Latin Amerika ülkeleri gibi piyasaları dinamik ve cazip olan GOÜ' in sermaye çekmesiyle gerçekleşmiştir. Toplam sermaye dolaşımı, 1997'den sonra konjonktür el durumdan oluşan etkiler nedeniyle düşüş göstermiş ve 2000'li yıllarda dalgalı döviz kuru sistemlerinin işlerlik kazanmasıyla birleşen olumlu beklentilerden dolayı yeniden yükselmiştir. Bu yükselişin birleşiminde özel kreditorlerin payı daha çok artış göstermiştir.



Kaynak: World Bank, 2007:38

Grafik: 2 Gelişmekte Olan Ükelere Net Borç ve Tahvil Akımları 1990-2006

Grafik:2'de de görüldüğü gibi borçlanma oranlarında dalgalanmalar olurken tahvil, hisse senedi şeklindeki (portföy yatırımları) sermaye paylarında artışlar gerçekleşmiştir. Kısa ve uzun vadeli sermaye hareketlerinden oluşan net borç akımlarındaki dalgalanmalar spekülasyon amaçlı dolaşan kısa-vadeli sermaye akımlarından kaynaklanmaktadır. Özellikle

1994-95 yıllarında yüksek hareketliliğe sahip bu akımlar 1997'den sonra düşme göstermiştir. Konjonktürel anlamda yaşanan gelişmeler sermaye dolaşımını da etkilemiştir. Oluşan olumlu gelişmeler toplam sermaye hareketliliğinde artış yaratmıştır. Kısa vadeli yabancı sermayeye nazaran değişkenliği daha düşük olan portföy yatırımları daha istikralı bir yapı göstermiş ve uzun vadeli tahvil yatırımlarının GSYİH' ya oranında devamlı bir artış gerçekleşmiştir.

2.1. Finansal Serbestleşme ve Sermaye Hareketleri

Finansal liberalizasyon daha fazla tüketim veya yatırım için hane halkı ve firmalara uluslar arası düzeyde finansal anlamda izin verilebilmesini içerir. Bu durum ekonominin arz ve talep olarak her iki yönünü de etkilemekte ve ayrıca finansal liberalizasyon mevcut gelirlerden daha fazla harcamayı elverişli hale getirebilmektedir (Hoggarth and Sterne, 1997: 19). Finansal hareketlerdeki gelişmelerin tarihi çok geçmişe dayanmaktadır. Sermayede hareketliliğin olması bazı kurumların varlığıyla süregelmiştir. Bu da daha çok borçlanma veya dış krediler şeklinde devlet garantili portföy hareketliliği ile mümkün olmuştur. Finansal anlamda izlenen politikalar yine devlet eliyle gerçekleşirken bu durumu üstlenmekte birincil görev bankalara düşmüştür.

Bu gelişmelerin önemi de aynı dönemlerde kavranmış ve finansal sermaye ile ilgili olarak farklı görüşlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu konuda görüş belirten ekonomistlerin ilklerinden 1781' de Alexander Hamilton “ bankalar şimdiye kadarki faaliyetler arasında en iyi lokomotif işlevi üstlenen kurumlardır ” sözüyle bankaların finansal sektörün gelişimindeki öncü rolünü vurgulamıştır. Buna aksi bir görüş olarak da 1819'da başkan John Adams da bankaları, ulusların “ ahlaklılığına, sükunetine ve hatta servetine ” bile zarar verdiğini belirtmiştir. Adam Smith' de her iki görüşün hem içinde hem de arasında durmuş fakat yine de Ulusların Zenginliği' nde “ savurganlıklar ve gösterişler ” diye adlandırdığı spekülasyon yatırımların aşırılığına, karışıklık çıkaran bu tür sermaye akımlarının kontrol edilmesi gerektiğine dikkat çekmiştir (Petroulas, 2004: 2).

Gelişmekte olan ülkelerde, uluslar arası finansal hareketlerin gelişimi dış borçlanmalarının gelişimi ile paralel bir yapı sergilemektedir. Özellikle 1800'lü yılların sonu ile Birinci Dünya Savaşı arası dönem GOÜ' lerin borçlanmalarının aşırı boyutlarda geliştiği dönemler olarak belirtilmektedir. Dış borçluluktaki hareketlilikle gelişen finansman transferleri doğrultusunda, 1880-1914 arası dönemde uluslar arası finansmanlar, 1980'li yıllara kıyasla yaklaşık olarak üç kat artmıştır (Bal, 2001: 25).

Finansal piyasalardaki globalleşme, İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra görülen önemli gelişmelerden biridir. Global çerçevede gelişen uluslar arası ticaret ve sermaye hareketlerinde değişim aracı olarak kullanılan uluslar arası paranın sağlanmasında hükümet ve bankaların etkisi; politik ortama, zamana ve finansal teknolojiye bağlı olarak değişim göstermiştir (Kılıçoğlu, 1998: 6).

1970'li yıllarda banka borçlanmaları sermaye girişlerinden daha geniş boyutlara ulaşmıştır. Bu borçlanmaların en önemli alıcıları da kamu sektörü olmuştur (Lopez-Mejia, 1999: 1). Sermaye akımlarının piyasalar arası hareketliliği ancak finansal serbestleşmenin istenilen düzeye varmasıyla mümkün olmaktadır. Finansal serbestleşme istenilen düzeye gelinceye kadar borçlanma ve kredi alımları gibi yöntemlerle de olsa ülkeler arası finansman ihtiyacı karşılanmaya çalışılmıştır. 1970'lerde yükselen ekonomilere sermaye akımlarının hareketliliği dikkate değer bir durum arz etmiştir. Uluslar arası sermaye akımlarında dramatik dalgalanma 1973-74' deki petrol şokuna neden olmuştur. Bu durum Eurodollar piyasasının büyümesini sağlamış ve 1979-81 döneminde banka borçlanmalarının önemli miktarlarda genişlemesine yol açmıştır. Uluslar arası borçlanmalardaki bu hızlı artış 1982'nin sonunda, dünyada 1930'lardan söz konusu döneme değin görülmemiş seviyelerde reel faiz oranlarında artışlar yaratmıştır. Bu gelişmeler yükselen ülkeleri uluslar arası sermaye piyasalarında istenmeyen bir duruma sokmuştur. Bu da sadece gönüllü olarak sermaye piyasalarını kabul etmemek değil aynı zamanda dış borç geri ödemelerinde cari hesap fazlalıklarını zorlamışlardır. 1980'lerin sonlarıyla çok istenilen Wall Street, Latin Amerika ile olan uluslar arası borçlanmaları yeniden harekete geçirmiştir. Ülkeler arası sermaye akımlarının kompozisyonunda değişiklikler yaşanmış daha sonra banka borçlanmaları ve sendikasyon kredilerinin yerini DYY ve portföy yatırımları almaya başlamıştır (Kaminsky, 2005b: 2). Dünya genelinde bir çok finansal piyasa yatırımcıların işlem yapmaları için cazip bir konuma gelirken, en önemli finansal merkezler olarak; New York, Tokyo ve Londra sıralanabilir (Kılıçoğlu, 1998: 8).

Uluslararası ticaretin gelişimi ve artması finansal serbestleşmeyi de arttırmıştır. Bu genişleme 1980'lerin sonlarından beri gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların liberalizasyonunu daha da genişletmiş ve devam eden engeller ve sermaye kontrollerinin kaldırılmasıyla güçlendirilmiştir (Taylor ve Sarno, 1997: 451). Finansal liberalizasyonu güçlendirici politikalar, finansman girişlerinin kompozisyonunu da etkilemiştir. Önceki dönemlerde banka borçlanmaları ve sendikasyon kredileri ile gerçekleşen dışsal fonlar,

1990'lı yıllarda değişikliklere uğramıştır. Sermaye hareketliliğindeki değişim daha çok doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve hazine bonosu olarak gelişirken özel sektör en çok dışsal borç alımına yönelmiştir (Lopez-Mejia, 1999: 1).

Gelişmekte olan ülkeler ödemeler dengesi açığı, tasarruf yetersizliği ve teknoloji transferi gibi sorunlara çözüm arayışıyla uluslar arası yatırımları özendirici çalışmalar başlatmışlardır. Bu amaçla GOÜ' de sermaye piyasasının yabancılara açılması ile ilgili düzenlemeler arttırılmaya ve faaliyet alanları genişletilmeye çalışılmıştır. Bu doğrultuda piyasaların derinliğini arttırıcı uygulamalardan bir tanesi de özel sektörün gereksinimlerini dış borçlanma ve devlet sübvansiyonları yerine hisse senetlerinin yabancılara satılması yolu ile karşılanabilmesine çalışılmıştır (Aslan, 2001: 24).

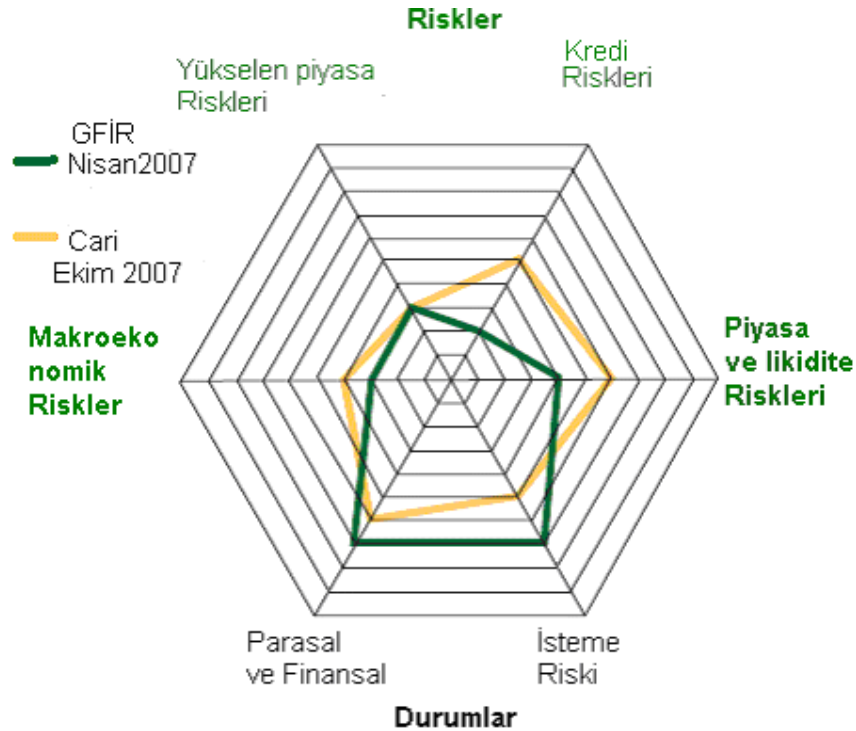
Gelişmekte olan ülkelerin çoğu 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında finans sistemlerini serbestleştirmek üzere düzenleyici programlar uygulamışlardır. Finansal serbestleşme: faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması, finans kurumlarının özelleştirilmesi, kurumlar arasında rekabetin özendirilmesi ve finans piyasalarına giriş çıkışlara izin verilmesi, rezerv gereksinimlerin azaltılması ve açık piyasa işlemlerine işlerlik kazandırılması şeklinde nitelendirilebilir. 1980'lerin sonlarında ve 1990'ların başlarında finansal serbestleşmeyle birlikte sermaye hesabının serbestleşmesi hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde uygulanan politikaların bir parçası olmuştur (Kabaş, 2005: 14).

Kısıtlamaların kaldırılması, globalizasyon ve yeniliklerin oluşumu süreç içinde finansal piyasalardaki değişkenlik ve etkinliği arttırmıştır. Risk kaynaklarına eklenen bir diğer değişkenlik sadece daha güç finansal varlıkların fiyatlandırılmasıyla değil aynı zamanda portföy akımlarının oluşturduğu potansiyel olarak var olan daha dengesiz bir yapının olmasıdır (Taylor ve Sarno, 1997: 453).

Finansal serbestleşmenin yoğun bir şekilde yaşanmaya başlanması doğrultusunda, uluslar arası sermaye getiri farklılıkları çerçevesinde hareket etmeye başlamıştır. Finansal serbestleşme sürecinden yararlanmayı bekleyen GOÜ, öngörmedikleri bazı sorunlarla karşılaşmışlardır. Kambiyo rejimlerindeki serbestleşmeler, GOÜ için ve uluslar arası finans piyasalarının gelişimi için faydalı olmasına rağmen, gelişmekte olan ülkelerin bağımsız bir şekilde döviz kuru, para ve faiz politikaları izleyebilme imkanlarını sınırlandırmış, kendi hedef ve tercihleri doğrultusunda karar alabilmelerini güçleştirmiştir (İnandım, 2005: 5).

Global çevrede finans piyasalarının hızlı entegrasyonu geçtiğimiz 20 yılda gelişen yapısal bir değişikliğin göstergesidir. Sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin azaltılması, dünya genelinde yaşanan finansal serbestleşme politikaları, haberleşme ve bilişim sektöründeki ilerlemeler finans piyasalarını da libere etmede etkili olmuştur. Piyasalar arasındaki bağların teknolojideki değişmelerle güçlenmesi ve piyasaların yeni finansal araçlarla derinleşmesi finansal serbestleşmeyi hızlandırmıştır. GOÜ' lerin çoğunda finansal serbestleşme ve özelleştirme yoluyla uluslar arası yapıya entegre olma süreci yaşanmıştır. Bu süreç yeni piyasaların oluşumunu hızlandırmış, piyasalar yabancı yatırımcılar için kısa zamanda yüksek kazanç elde edilebilecek imkanlar oluşturmuştur (Kaya, 1998: 6).

Sermaye hareketliliği ile beraber finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu, uluslararası sermaye hareketlerinin mal akımlarından kopmasına, ödeme bilançosu finansmanı dışında getiri farklılıklarından yararlanmayı amaçlayan, yani arbitraj kazancı amaçlayan sermaye dolaşımının oluşmasına ve bu dolaşımın büyük oranda GOÜ' de oluşan yükselen finans piyasalarına yönelmesine neden olabilmektedir. Bu durum, arbitraj amaçlı dolaşan sermayenin, “ sıcak para” nın, ağırlığını arttırmaktadır (İnandım, 2005: 7).



Kaynak: IMF, 2007a: 2

Şekil 4: Global Finansal İstikrar Haritası

Global anlamda finansal serbestleşme, uluslararası piyasalar da engellerin kaldırılmasını teşkil ederken, ülkelerin makro değişkenlikleri üzerinde politika uygulamalarında etkinliği azaltmaktadır. Uluslararası finansal piyasaların entegre olması ülkelerin bazı riskleri göz önünde bulundurmaları gereğini ortaya çıkartmıştır. Yukarıda Şekil 4’de global finans durumunun içinde bulunduğu riskler gösterilmektedir.

Öncelikli olan durumları ve risk faktörlerinde değişimlerin nasıl olacağına dair tüm değerlendirmeleri sunan global finansal istikrar haritası gelecek dönemde, global finansal istikrar üzerine olası spekülasyon beklentilerini gösterir. Risk durumlarında en büyük riskler kredi risklerindeki varlıklarımızda bir artış olarak gösterilmektedir. Diğer kredi piyasalarından taşmaların etkisi de ayrıca söz konusu olmaktadır. Global finansal istikrar risklerinde parasal ve finansal riskler, isteme (talep) riskleriyle beraber en üst düzeydeki risklerdir. Finansal durumdaki riskler cari belirsizlikle ilgili tüm kuşuların ortaya çıkışı ve kayıplar, finansal kuruluşlar için daha büyük bir karışıklıkla yükselen piyasa ve likidite risklerine neden olmaktadır (IMF, 2007a: 2-3).

Sermaye akımları ve kaçışları literatürde birkaç farklı etkiye bağlanabilmektedir. Uluslararası sermaye akımlarının hacmi, riskleri ve özellikle yurtiçi ve yurtdışı varlıklar üzerindeki riskin asimetrik bir dağıtım ihtimali gelişmekte olan ülkelerde daha büyük ve değişken sermaye akımlarının mal piyasalarında kamulaştırma riski, döviz kuru riski ve politik güvenilirlik problemleri gibi global ölçek üzerinde ortalama bir risk etkisi oluşturmaktadırlar (Fedderke and Liu, 2001: 421).

Gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketliliğinden pay almak amacıyla finansal serbestleşmeye gitmeleri, planlı ekonomiden serbest piyasa ekonomisine geçmeleri bazı problemler yaratmakta bu da politik ve sosyal alanda hızlı bir değişim süreci oluşturmaktadır. Bu piyasalarda yabancı yatırımcılara uygulanan kolaylıkların siyasi nedenlerle askıya alınabilmesi politik risk kaygısı oluşturmaktadır. Enflasyon ve reel getiri riskleri, yatırımların vadelerini kısaltmakta bu da bazı ekonomik riskler yaratmaktadır. Hukuksal riskler, mevcut düzenlemelerin yetersizliğinden ve belirsizliklerden kaynaklanmaktadır. Diğer sistematik risklerle beraber bu risklerin azaltılması uzun ve köklü reformlar gerektirmekte ve ancak global çeşitlendirme yoluyla düşürülmesi mümkün olabilmektedir (Aslan, 2001: 26-28).

2.2. Finansal Krizler ve Sermaye Akımları

Finansal krizler, reel ekonomi üzerinde büyük yıkıcı etkiler yaratabilen ve piyasaların etkin işleyiş gücünü bozan, finansal piyasalarda oluşan büyük çöküşlerdir. Finansal kesimdeki banka, şirket ve diğer borç problemlerinden kaynaklanır. Bazen bankacılık kesimine ilişkin bir borcun ödenememesi (insolvency) durumundan kaynaklanabilir ya da bir bankacılık krizini teşvik edebilir (Yay ve Diğerleri, 2001: 21).

Son yıllarda gelişmekte olan piyasalara gittikçe artan bir düzeyde sermaye akımı oluşmuştur. Gelişmiş piyasalardaki arbitraj farklarının gittikçe düşmesi, yabancı yatırımcıları yeni pazarlara yöneltmiştir. Bu etkene gelişmiş ülkelerin, teknolojik gelişmelerdeki ilerlemeler, marjinal verimlilikteki düşmeler ve yine bu bağlamda büyüme hızının yavaşlaması eklenince; bu ülkelerdeki yatırımcılar, daha dinamik hareketli ekonomilere ve daha yüksek büyüme oranlarına sahip olan gelişmekte olan ülkelere yönelmişlerdir (Kılıçoğlu, 1998: 42). Diğer bir unsur olarak sanayileşmiş ülkelerin faiz oranlarındaki düşme, yükselen piyasalardaki yüksek faiz oranlarını daha cazip kılmış ve sermaye akımlarını gelişmekte olan piyasalara yönlendirmiştir. Faiz oranlarındaki artışlar, gelişmekte olan ülkelerde banka ve firmaların hem kendilerini fonlama maliyetlerini arttırmış hem de yanlış seçim ve ahlaki risk problemlerini ve finansal sistemin kırılganlığının artmasına neden olmuştur (Yay ve Diğerleri, 2001: 28).

Uluslararası arenada finansal serbestleşme uygulanmaya başlandıktan sonra, yabancı sermaye gelişmekte olan ülkelerde bankalara ve diğer finansal araçlara çok yüksek getiriler sağladığı için hızlı bir şekilde akmaya başlamış ve ayrıca bu tür yatırımların devlet garantisi ile ya da IMF gibi uluslar arası kurumların verdiği garantiler ile korunmuş olmaları bu hızlı girişi daha da arttırmıştır (Kabaş, 2005: 97-99).

Ancak bu hızlı sermaye girişi, karakterinde kısa vadeli olup, ülkeler arasındaki farklılıklardan kazanç sağlama amacıyla hareket etmektedir. Spekülatif amaçlı ülke ekonomilerine giriş yapan yabancı sermaye, söz konusu ülke üzerinde arbitraj kazancını sağladıktan sonra ve ülkedeki ekonomik durumun git gide kötüleşmesi üzerine olası bir devalüasyon endişesinden hareketle ani manevralarla çıkış gerçekleştirebilir. Etkili sermaye çıkışlarının yurtiçi yatırımlardaki neticeleri ise yıkıcı nitelikte olabilir. Ayrıca döviz piyasası ve kamu maliyesi de böyle sermaye çıkışlarında büyük etkilere sahiptir (Fedderke ve Liu, 2001: 420).

Sermayenin yurtiçine girişinde de yurtdışına kaçışında da en etkili unsur faiz oranlarıdır. Uluslararası finans piyasalarında aktiflerin fiyatlarında ve faiz oranlarında büyük dalgalanmalar olması belirsizliklere yol açarak gelen sermayenin ters akmaya başlamasına sebep olur. Finansal değişkenlik, bilançolarda önemli yıpranmalara yol açtığı zaman finansal istikrarsızlığa da yol açmaktadır. Firmaların net değerini etkileyen borsadaki düşüşlerse firmaların ve hane halkının nakit akışını olumsuz yönde etkiler, faiz oranlarında büyük artışlar bilançolarda zayıflama ve nihayetinde spekülatif amaçlı dolaşan sermaye ile birleşerek finansal krizlerin oluşumuna zemin hazırlar (Kabaş, 2005: 97-99).

Ülke ekonomilerinde yaşanan dalgalanmaların genel bir değerlendirilmesi yapıldığında, 1970'li yıllar yükselen piyasalara sermaye akımlarının olağanüstü bir düzeyde yükselişe geçtiği dönem olmuştur. Uluslararası sermaye akımlarında çarpıcı dalgalanmalar, 1973-1974'deki petrol şokuna neden olmuş, Eurodollar piyasasının büyümesi ve 1979-1981 dönemi banka borçlanmalarında dikkate değer artışlar gelişmiştir. Latin Amerika, 1981'de 44 milyar dolara kadar yükselen bölgeye yönelik sermaye akımlarıyla, yoğun sermaye girişlerinin asıl alıcısı olmuştur. Çoğunlukla sendikasyon kredilerinden oluşan bu bölgeye yönelik sermaye girişlerinin tümü, bölgenin gayri safi yurtiçi hasılasının (GSYİH) yüzde 6' sına varmıştır. Uluslararası borçlanmaların hızı 1930' lardan beri görülmemiş bir düzeyde gelişen dünya reel faiz oranlarındaki gelişmelerle artmış 1982'de beklenmedik bir sona gelmiştir (Kaminsky, 2005b: 2).

Bu gelişmelerin sebebi bir çok ülkede çıkan borç krizleri olmuştur. 1982' deki borç krizlerinde oldukça yüksek bir oranda borçlu duruma gelen gelişmekte olan ülkeler ticaret hacimlerinde ani bir kayıp, uluslararası faiz oranlarında büyük bir dalgalanma, dünya ekonomisinin yavaşlamaya yüz tuttuğu bir zamanda sermaye girişlerinde ani azalmayla çökeltmişlerdir. Yetersiz ekonomik politikalar ve zayıf kuruluşlar bu sarsıntıların etkilerini kötüleştirmiştir. Bu mali koşullar altında, sermaye girişlerinin ani bir şekilde kesilmesi dış transferlere duyulan ihtiyacın şiddetini arttırmış, bu da gelecek dönemler üzerindeki faiz oranları, büyüme ve ekonomik aktiviteyi olumsuz etkilemiştir (Corbo and Hernandez, 1994:1).

Borç krizine giren ülkeler mevcut durumdan kurtulmak için yabancı sermayeyi cezptmeye yönelik girişimlerde bulunmuşlardır. O dönemde Latin Amerika ülkeleri ve özellikle Şili, bilhassa özel borçlanmalardan yabancı sermayeyi çekmeye yönelik kabiliyetlerinde önemli iyileşme sağlamaya çalışmış, 1985-1988 döneminde yılda 9.5 milyar dolar kadar bir

düzye sernaye çekmiş ve diğer yıllarda da bu sermaye girişi artış göstermiştir (Elbadawi and Soto, 1994: 1). Ancak ülkelerin böyle borçlu durumda iken ekonomilerini canlandırmaya yönelik girişimlerinde yine borçlanmaya yönelmeleri uluslararası piyasalarda pek de hoş karşılanan bir durum olmamıştır.

Gelişmekte olan ülkeler beklenmeyen bir şekilde uluslararası sermaye piyasalarında istenmeyen bir duruma gelmişler. Bu ülkeler sadece sermaye piyasalarında isteğe göre kabul edilmekten değil aynı zamanda dış borçlarını geri ödemelerinde cari hesap fazlalıklarını ilerletmeleri için bu duruma mecbur bırakılmışlardır (Kaminsky, 2005b: 2). Bu çerçevede 10 Mart 1989’ da Brady Planı ilan edildi. Brady Planı uygulamasında bir çok ekonomistin ortak görüşü uluslararası kredi piyasalarına girişte, borçlu ülkelere olası etkileri en aza indirebilmedeki sınırlamalar olarak gerçekleştirilmiştir. Borçlu ülkeler ortalama olarak dolar üzerinden sadece kırk sentlik bir fiyatla satış gerçekleştirmiş ve özel sermaye girişleri planlanmış borçlar ya da faizler için büyük ölçüde sınırlandırılmıştır (Dooley ve Diğerleri, 1994: 1).

Sermaye girişlerinin ülke ekonomileri üzerine, geri dönüşlerle bıraktıkları etki çok yıkıcı olmakla beraber bu ülkelerin sermayeyi çekebilmek için gösterdikleri çabalardan dolayı, 1992’de krizlerden önce Avrupa ülkelerine yapılan girişlere “yakınsama hareketi” adı verilmiştir. Ancak bu yakınsamalardan sonra yaşanan krizler ülkeleri bazı önlemler almaya yöneltmiş ve çoğu gelişmekte olan ülkedeki durum; sterilize edilmiş döviz piyasasına müdahale, döviz kuru değer artışı ve bazı durumlarda yurtiçi yatırımlar için getirilen yerleşik olmayanların sınırlandırılmasına yönelik düzenlemeler, durumu atlatmak için başvuru politikalar olmuştur (Dooley, 2000: 2).

1990’larda da sermaye akımlarında tersine dönüşler yaşanmıştır. Bu geri dönüşlerin ilki Aralık 1994’de Meksika’da çıkan para krizi ile çok kötü sonuçlar doğmuştur. Bununla beraber, çoğu ülke için sermaye akımları kısa bir süre sonra yüksek değerlerde geri dönmüş ve bu durum bir yıllık süreyle devam etmiştir. 1994 Krizleri sonrasında, Asya ekonomilerine yönelik sermaye akımlarının hacminde önemli bir değişim yaşanmamış ve krizlerin oluşumu birkaç Latin Amerikan ülkeleriyle sınırlı kalmıştır. Fakat 1997’ de Asya krizleri esnasında çok büyük miktarda tersine dönüşler yaşanmıştır. Sermayedeki bu geri dönüşlere hazırlıksız yakalanan, Ağustos 1998 Rusya ve 1998-1999’da Brezilya’da ekonomik krizler meydana gelmiştir. Bu dönemde sermaye akımlarındaki çöküş çok etkili olmuş ve süreklilik göstermiştir. Geri dönüşler Latin Amerika’ya toplam sermaye akımlarının 1998’de yüzde 31’i

kadar bir azalmayla ve 1999'da ise yüzde 47'den daha fazla bir miktarda azalma yaratarak borç krizlerinden sonra ortaya çıkan durumla büyük ölçüde benzerlik göstermiştir (Kaminsky, 2005b: 4).

Asya ülkelerine yönelik sermayenin kompozisyonunda kısa-vadeli sermaye akımlarında dikkat çekici değişiklikler yaşanmıştır. 1991'de 49 milyar dolar dan 1997' de 133 milyar dolara çıkmıştır ve daha sonra 2000'de 64 milyar dolara düşmüştür. Asya ülkeleri arasında, 1995-2000 döneminde yani kriz yıllarında Çin'in kısa vadeli sermayesi 23 milyar dolardan 13 milyar dolara, Malezya'nın 7.3 milyar dolardan 4.6 milyar dolara ve Tayland'ın 44 milyar dolardan 15 milyar dolara düşmüştür (Baharumshah ve Thanoon, 2006: 72).

Asya'da, 1990'lı yılların sonlarında sermaye akımlarında beklenmedik kesilme yaşanması ekonomik aktivitede 5.5 oranında bir düşüş oluşturmuştur. Asya'ya yönelik sermaye akımlarında beklenmedik kesilme toplam sermaye akımlarını 1996'da 120 milyar dolarlık bir girişten 1998' de 50 milyar dolarlık bir çıkışa dönüşmesinde etkili olmuştur. Asya'ya yönelik kısa-vadeli portföy akımlarında da (tahvil, hisse senedi ve banka borçlanmaları) tersine dönüşlerse aynı şiddette etki göstermiş ve 1996'da 52 milyar dolarlık bir sermaye girişinden 1998'de 92 milyar dolarlık bir sermaye çıkışına dönüşmüştür. Latin Amerika'da kısa vadeli sermaye akımları 1996'da 30 milyar dolarlık bir sermaye girişinden 2000'de 31 milyar dolarlık bir çıkışla hemen hemen aynı düzeyde bir düşüş göstermiştir (Kaminsky, 2005b: 4).

Finansal piyasaları açık olan ve mali sistemi güçsüz olan Asya ekonomileri ani sermaye çıkışlarıyla derinden sarsılmıştır. Bu sarsıntı Tayland'da başlamış ve kısa sürede diğer ülkelere de bulaşmıştır (contagion). Bu ülkelerde 1997 Temmuz ayında başlayan Asya krizi, söz konusu ülkelerin ekonomilerinin küçülmesine, borsalarının çökmesine, işsizlik oranlarının artmasına, uluslararası alanda kredi akışlarının hızla düşmesine, şirketlerinin ve bankalarının iflaslarına, ulusal ve uluslararası piyasalarda faiz oranlarının hızla yükselmesine ve uluslararası düzeyde ticaret hacimlerinin düşmesine neden olmuştur (Özbilen, 2000: 1).

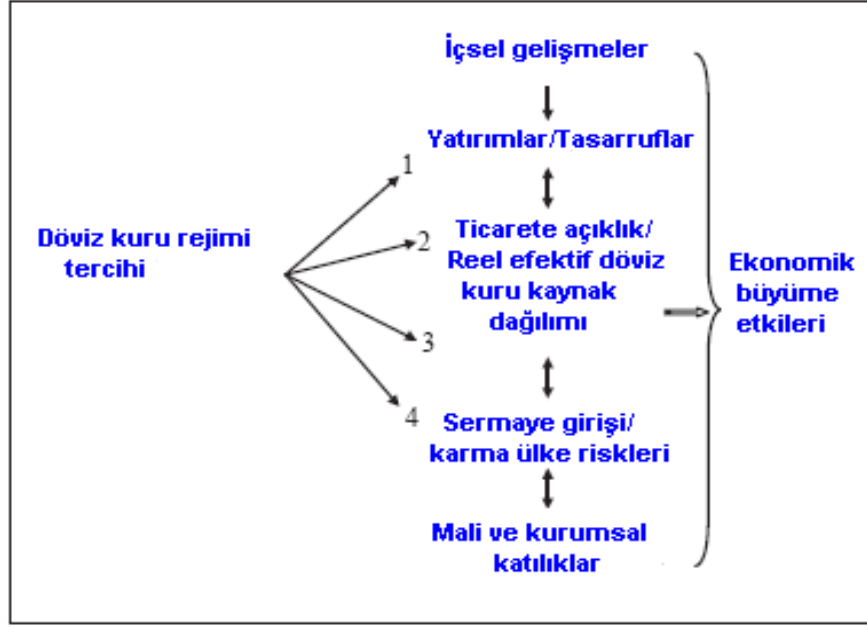
Sermaye girişleri, likidite ve parasal riskler gibi finansal sistemi zayıf olan bir ülkeyi bir yığılmaya götürebilir. Eğer bir ülkenin bankacılık sistemi yeterli denetleyici yapıdan ve düzenleyicilikten yoksunsa sermaye akımlarının neden olabileceği güçlüklerle başa çıkmak çok zor olabilir. Dünyada yüksek sermaye hareketliliği altında, bir ülkeye sermaye geldiği hızda dönüş yapabilir ki bu durumda önemli makroekonomik istikrarsızlıklara neden olabilen

bankacılık sektörü, döviz kuru ve enflasyonda oluşan bir reel riskin olduğu da iyi bilinmektedir. Yaşanan deneyimler 1994’de Meksika ve Türkiye’de, 1997’de Doğu Asya’da, 1998’de Rusya’da ve sonraları 2001’de Arjantin ve Türkiye’de sermaye girişlerinin ani bir şekilde tersine dönebileceğini, özellikle ekonomik aktivitede hızlı küçülme ve diğer potansiyel problemlerin tümünü göstermektedir. Bu nedenle maliyetleri minimize etmek veya risklerden kaçınmak için uygun politikalar tercih edilmelidir (Çulha, 2006: 3).

2.3. Döviz Kuru Rejimlerinde Sermaye Akımları

Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalara entegre olmaya başlamalarıyla birlikte ülke içindeki değişkenler de global ölçekteki hareketliliklerden etkilenmeye başlamıştır. Yabancı yatırımcıların bazı gelişmekte olan ülkelere artan ilgileri onların liberal politikalar izlemelerini hızlandırmıştır. Bu şekilde hem global ekonomi hem de söz konusu ülkeler için olumlu beklentiler gelişmeye başlamıştır (Lopez-Mejia, 1999: 1-4). Sermaye hareketlerinin girdikleri ülkelerde etkiledikleri değişkenlerden bir tanesi de döviz kurlarıdır. Uluslararası sermaye hareketlerinin döviz kurları üzerindeki etkileri söz konusu ülkelerin uyguladıkları döviz kuru rejimine bağlıdır. Genel bir perspektiften bakıldığında, eğer dalgalı kur rejimi uygulanıyorsa, sermaye girişlerindeki artışlar yurtiçi döviz miktarını da arttıracak, bu da yerli paranın nominal değerinin artmasına neden olacaktır. Diğer taraftan, ülkede sabit kur rejimi uygulanıyorsa ülkeye giren sermaye yalnızca uluslar arası rezervlerin artmasına neden olacaktır (Dikmen, 2003: 42).

Döviz kuru rejimlerinin üstünlükleriyle ilgili durumların belirlenmesinde, teori ve uygulamada bazı kanallar aracılığıyla rejimlerin büyüme performansı üzerindeki etkilerinin dağılımı Şekil: 5’de görülmektedir. Bu ekonomik eğilimin belirginliği politika gerçeğine bağlı olabilir. Döviz kuru rejimine en iyi öngörü sunan döviz kuru rejimlerinin belirlenmesi, reel değişkenlerin uzun dönem dengesini etkilememesidir. Karşılaştırmalı olarak bakıldığında, teori ve pratikte ekonomik büyüme ve döviz kuru rejimi arasında da bir bağ sağlanmaktadır (Grandes and Reisen, 2005: 10).



Kaynak: Grandes ve Reisen (2005),s.10.

Şekil 5: Döviz Kuru ve Büyüme Arasındaki Kanallarda Sermaye Girişlerinin Rolü

Şekil: 5'e baktığımızda üçüncü kanal olarak nitelendirebileceğimiz ve daha çok literatürde kabul edilen uluslar arası ticaret ve büyüme arasındaki bağı karşılık sermaye akımları da büyümeyi teşvik eden unsurlar olabilmektedirler. Ülkenin sahip olduğu döviz kuru rejimi ve sermaye girişleri arasında bir açıklık olması ve sermayeyi çekmesi olumlu sonuçlar oluşturabilmektedir. Sermaye girişlerine açıklık isteyen yapı döviz kurlarının büyüme üzerinde etkili olmasını sağlayacaktır. Hisse yatırımları ve DYY şeklinde gerçekleşen sermaye girişleri 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde sağlam büyüme artışları oluşturmuştur. Buna karşılık bono, kısa ve uzun vadeli yabancı banka kredileri büyüme üzerinde herhangi bir etki yaratmamışlardır (Grandes ve Reisen, 2005: 10).

Uluslararası dolaşan sermayenin ülkelere girişte, türü, vadesi, amacı kadar bu sermayenin miktarı da önem taşımaktadır. Gelişmekte olan ülkelere büyük sermaye girişlerinin olması, bundan sağlanabilecek avantajların karışmasına da neden olabilmektedir. Yüksek sermaye girişi ekonominin aşırı ısınmasına, esnek kurlarda döviz kurlarının daha fazla dalgalanmasına ve sonuç olarak büyük sermaye kaçışlarına neden olabilmektedir. Çünkü varlıklardan beklenen getirilerin değişmesi, sürü psikolojisi ve bulaşma etkileriyle risk oluşturmakta, olası bir devalüasyon endişesi kaçışları hızlandırmaktadır (Lopez-Mejia, 1999: 1-4)

Uluslararası sermaye hareketleri ödemeler dengesi sorunları yaratabilmektedir. Sermaye girişleriyle birlikte dış ticaret açıkları hızla büyüebilmekte ve bu durum ülkelerin cari işlem açıklarını arttırmaktadır, fakat devam eden sermaye girişi ödeme sorununu ertelemektedir. Spekülatif amaçlı giren sermaye, faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kazanç sağlamakta, faiz oranlarının yüksek olduğu ve döviz kurlarının değerlenmiş olduğu dönemlerde bu giriş devam etmekte ve bu durum ekonomilerin hem iç hem de dış dengelerini bozarak ekonomileri bir kısır döngüye sürüklemektedir (İnsel ve Sungur, 2003: 5). Yüksek sermaye hareketliliğinin olduğu bir dünyada, yükselen ekonomilere ayrılan uluslar arası portföylerde küçük ayarlamalar olsa bile bu durum sermaye akımlarında çok büyük dalgalanmalara yol açabilir. Bu sermaye akımlarında beklenmedik kısıtlamalar, geri dönüşlerde döviz kuru ve/veya faiz oranı ayarlamalarını genişletir ve güvenilirliği daha fazla çürüterek çok hızlı gidişler oluşturur ve durumu bir kısır döngüye bırakır (Edwards, 2001: 1). Faiz, kur ayarlamaları sermaye hareketliliğindeki değişkenliklere göre yapılmaya başlanır. Söz konusu faiz kur bağları çözülünce krizler de kaçınılmaz olabilmektedir (İnsel ve Sungur, 2003: 5).

Sabitleştirilmiş bir kur oranında oluşan potansiyel güvencenin ahlakiliği de önem arz etmektedir. Döviz kuru için politika düzenlemelerinin rastlanılan duruma göre gerçekleştirilmesi ve bu düzenlemelerin her ay veya her çeyrek dönemde bile planlanmayan bir süreç olarak oluşturulması döviz kurunun arkasındaki güvenceye bağlanmaktadır. Daha sonra, rastlantısal koşula göre oluşan döviz kuru düzenlemeleri milli-para fiyatlarında oynaklık artışı ve faiz oranlarında artışlar oluşturabilmektedir. Bu artışlar, ülke çok büyük dış borçlu problemindeyse milli-parayı daha da kötüleştirebilmektedir. Böyle bir durumda iyi sabitlenmiş bir kur politikasından dalgalı döviz kuru politikasına geçmek bile oluşan risk primini azaltamayacaktır (McKinnon, 1999: 4).

Krize giren ülkeler kısmen karşılaştırıldığında bazı ortak yapısal özelliklerin olduğu görülmektedir: Bu ortak yapısal noktalar, değerlenen döviz kurları ve cari işlem açıklarındaki büyüklüklerdir. Finansal serbestleşmenin ve sermaye hesabı açılışının ardından kısa-vadeli yabancı sermayenin artması, ülkelerin ihracatını yavaşlatmakta, ithalatını attırmakta ve bu da cari işlem açıklarını arttırmaktadır (Kabaş, 2005: 91).

Uluslararası sermaye hareketliliğinin artmasıyla gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa-vadeli sermaye girişlerindeki artışlar ülkelerin döviz kuru ve faiz oranlarını etkilemekte nihai sonuçta krizlere sürükleyebilmektedir. Son yıllarda yaşanan krizlerde de benzer durumlar ve

sonuçlar gerçekleşmiştir. Avrupa Para Sistemi'nin oluşturulduğu dönemde ülkeleri ERM (Avrupa Döviz Kuru Mekanizması) krizine götüren gelişmeler de benzer özellikler taşımıştır. Sisteme zamanla dahil olan yeni ülkelerin faiz oranlarının yüksek olması sermaye girişlerini arttırmıştır. Bu artışlar ülkelerin paralarını aşırı hale getirerek cari dengelerin kötüleşmesine neden olmuştur (Yay ve Diğerleri, 2001: 31). Paralarını Alman Mark'ına sabitleyen diğer Avrupa ülkelerinin de Almanya gibi sıkı para politikası izlemeleri durgunluğu kaçınılmaz kılmıştır (DTM, 2007: 9). Sonuç olarak DM (Alman Markı)'nin değer kazanması EMS ülkelerinin devalüasyon yapmaması, enflasyon ve işsizliğin daha da artma korkusu, gibi nedenlerle bu ülkeler kuru tutmayı sürdürürken kriz (1992-93) kaçınılmaz olmuştur. EMS ülkelerinde krizden önce cari açıkları finanse etmek için yüksek tutulan faiz oranları, yatırımı, üretimi ve istihdamı engellemiştir. ERM krizi sabitlenmiş döviz kurunun, aşırı değerli paraların, finansal liberalizasyonun, spekülasyon sermaye hareketlerinin bir sonucu olarak meydana gelmiştir (TBB, 2001: 2).

Meksika krizi 1994'de uygulanan para politikalarında da benzer gelişmeler yaşanmıştır. Bu uygulamada, önceden belirlenmiş döviz kuru rejiminin korunması zayıf bankacılık sisteminin etkilenmemesi koşuluna bağlı kılınmıştır. Ancak Meksika parası Pezo aşırı değer kazanmış ve ekonomik değerlerin bozulmasına neden olmuştur. Ülkenin dış borç yükümlülükleri hızla büyümüş, söz konusu dış borç stoku ve hükümetin dolara endeksli olarak ihraç ettiği teso bonolara karşılık uluslararası rezervlerin oldukça sınırlı olmasıyla beraber ticari bankalar da vadesi gelen borçlarını ödeyememişlerdir. 1990'lı yıllarda finansal serbestleşme ve büyük sermaye girişleri ile oluşan kırılganlıklar, 1994 yılında ekonomide iç ve dış şoklara neden olmuş, döviz kurunun baskı altında ve aşırı değerli olması ödemeler dengesinde ciddi sorunlara yol açmıştır (Parasız, 2002: 309). Bu gelişmelerin yaşanması, ülkede devalüasyonu gerekli kılmış ve Pezo %15 devalüe edilmiştir. Devalüasyon sonrası Pezo, kriz öncesindeki değerine nazaran %50 değer kaybına uğramış, pahalılaştıran ithalat sebebiyle enflasyon tek haneli rakamlardan yukarı doğru yükselmeye başlamıştır (DTM, 2007: 11).

Asya ülkelerinde yaşanan krizlerde de benzer durumlar yaşanmıştır. Tayland'da başlayan kriz kısa sürede diğer Asya ülkelerinde de ortaya çıkmıştır. Tayland'da olduğu gibi kriz ülkelerinde ödemeler dengesi sorunları yaşanmış ve cari işlemler dengesinde büyük açıklar oluşmuştur. 1995 yılı sonrasında Asya ülkelerinin uyguladığı makro ekonomi ve döviz kuru politikaları kriz riskini arttıran önemli unsurlar olmuştur. Bu ülkelerde faiz oranlarının

yüksek olması ve çoğunlukla sabit döviz kuru politikaları izlenmesi dış borçlanmayı arttırmıştır. Kısa vadeli borçlanma ön plana çıkmış ve kısa vadeli borçların toplam içindeki payı hızla artmıştır. Döviz kurlarında bu süreç esnasında herhangi bir ayarlamaya gidilmemiş ve durumu sürdürmek mümkün olmamıştır (Mustafaoğlu ve Burhan, 1998: 1-8).

Asya krizinin yaşanmasının ardından farklı ülkelerde farklı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Bunlardan bir tanesi de örneğin, önceleri Kore yabancı sermayeyi çekmeye yönelik reform ve deregülasyon politikalarıyla finansal reformlarda gösterdiği başarılar, özellikle kısa vadeli sermaye girişinde çok hızlı artışlar yaratmıştır. Spekülatif amaçlı gelen kısa vadeli yabancı sermaye faiz oranlarına duyarlı bir karakter göstermiştir. Parasal otoritenin 1997'de sabit döviz kuru politikasını sürdürmesi para krizlerini ortaya çıkarmıştır. Aynı dönemde çoğu GOÜ de doğrudan yabancı yatırımları çekmek için yine paralarını, birkaç para birimine ya da bir para birimine sabitlemişlerdir. Kore kabul ettiği döviz kuru sistemini finansal krizlerin ortasında Kasım 1997'de tamamen dalgalanmaya bırakma durumunda kalmıştır. Kore' nin döviz kurlarını dalgalanmaya bırakması kısa vadede, uluslararası rezerv oranlarında kısa vadeli sermayeyi ve döviz kurlarını oldukça yakınlaştırmıştır (Hsiao and Hsiao, 2001: 10).

Yine sabit kur uygulamasıyla krize giren bir diğer ülke de Arjantin (2001) olmuştur. krize giren ülkelerin kur politikalarında değişikliklere gitmesi, dış ticarete ticari partnerleriyle olan ilişkilerinde Arjantin' in uluslararası rekabet gücünü oldukça bozmuştur. Krizin en önemli sebebi sabit döviz kuru olurken kısa vadeli sermaye girişlerindeki artışlar ödemeler dengesi üzerinde olumsuz etkileri arttırmıştır. Sonuç olarak oluşan döviz krizi, para kurulu ve yatırım tasarruf dengesi ile kamu maliyesi durumu arasındaki uyumsuzluklardan kaynaklanmıştır (Arat, 2003: 25).

Türkiye'nin 2000 yılında uygulamaya koyduğu dezenflasyon programında da yine döviz kuru politikalarında ayarlamalara gidilmiş bazı düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Programın en önemli unsuru olarak döviz kuru politikasında değişiklikler yapılmıştır. Bu bağlamda döviz kurlarının nominal çapa olarak kullanılması kararlaştırılmış ve bu şekilde oluşturulan kur sepetinin (1 Dolar + 0.77 Euro) 2000 yılının sonuna kadar beklenen enflasyon oranı kadar (%20 TEFE' ye göre) arttırılması planlanmıştır. Bu programla beraber sabit (önceden belirlenen) döviz kuru politikası uygulanmaya başlanmıştır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 23).

Sabit kur politika uygulaması, portföy yatırımları ve özellikle de kısa vadeli yabancı sermayeyi çekmede çok etkili olmuştur. İlk dönemlerde yaşanan yoğun sermaye girişi faiz oranlarını zamanla düşürmüş belli bir süreç izleyen durum tersine dönmeye başlamış ve yoğun sermaye çıkışları gerçekleşmiştir. Sistemin ithalat yönlü artış yaratması ödemeler dengesinde de büyük sorunlara sebep olmuştur. Sürdürülemeyen program ülke içindeki istikrarsızlıklarla birleşince sona erdirilmek durumunda kalmıştır.

2. 3. 1. Sabit Döviz Kurlarında Sermaye Akımları

Sabit kur sistemlerinin ana özelliği döviz kurlarının belirli bir düzeyde sabitlendirilmesidir. En eski sabit kur sistemi XIX. yy'ın ikinci yarısından I. Dünya savaşına kadar uygulama alanı bulan altın para standardıdır (Seyidoğlu, 2003a: 362). Dünya üzerinde altın standardının uygulandığı bu süreçte altın hem ulusal düzeyde ekonomik işlemlerin yürütülmesinde kullanılan bir para hem de uluslararası ödemelerde kullanılan bir araçtı. Ülkeler parasının değerini altına göre belirlediğinden, altının ithal ve ihracatının serbest bırakıldığı bu dönemde ulusal paralar otomatik olarak birbirlerine sabit kur ile bağlanmış oluyorlardı (Demir,1999: 5).

Daha sonraları ekonomilerdeki kağıt para sistemlerinde de sabit kur sistemleri uygulanmaya devam etmiştir. II. Dünya savaşı sonrasında 1970'li yılların başlarına kadar dünyada uygulanan Bretton Woods sistemi diye adlandırılan sistem sabit bir kur sistemidir. Yine günümüzde de birçok ülkede farklı uygulamalarla sabit kur sistemleri sürdürülmektedir (Seyidoğlu, 2003a: 363).

Sabit döviz kurları altında veya önceden ilan edilen nominal döviz kuru rejiminde tablitada), sermaye hesabı daha açık olmakta ve yurtiçi ile yurtdışı varlıklar arasında yer değiştirmeler daha yüksek derecede gerçekleşirken, bu politikanın etkinliği de daha az olmaktadır (Corbo ve Hernandez, 1994: 7). Sermaye hareketliliği altında sabit döviz kuru politikasının izlenmesi söz konusu ülkenin ithalatını arttırmakta ve ihracatını yavaşlatmaktadır, bu da cari işlemler dengesinde açık oluşturmaktadır.

1990'lı yılların para krizleri, Brezilya, Rusya ve Doğu Asya'nın ardından çoğu ekonomist ve politika yapıcısı uluslararası finansal sistemdeki istikrarsızlığın altındaki kaynağın sermaye hareketliliğindeki değişkenlik ve büyüklük olduğu kanısında birleşmişlerdir. Uluslararası sermaye hareketlerinin liberalizasyonu sabit döviz kurlarıyla

birleştirildiğinde son yılların deneyimlerinde olduğu gibi parasal krizlerin arkasındaki faktörlerin de katılımıyla para ve döviz krizlerini kaçınılmaz kılmıştır (Glick ve Hutchison, 2002: 2).

Sabit döviz kuru politikalarının uygulandığı durumlarda pek de bağımsız bir faiz politikası uygulanamaz. Faizin seyri sermaye hareketleri tarafından belirlenmeye başlanır. Bu bağlamda, eğer sermaye girişi artarsa faiz düşecek, sermaye girişi azalırsa faiz oranları yükselecektir. Kısacası faiz değişkeni sermaye hareketliliği altında dengeleyici bir unsurdur. Böyle bir durumda para otoritesinin faize müdahalede bulunması bu denkliği bozacaktır (www.wikipedia.org).

2.3.2. Esnek Döviz Kurlarında Sermaye Akımları

Esnek döviz kuru sistemi, kurların piyasada arz ve talep koşullarına göre belirlendiği, Merkez Bankalarının döviz piyasalarında döviz alım-satımı yapmadığı, kurun seviyesini değiştirmedeği rejimlerdir. Farklı uygulama alanı bulan yönetimli dalgalanma türünde ise kurlar yine piyasada arz ve talebe göre belirlenirken Merkez Bankaları kur seviyesini yönlendirmek amacıyla döviz alımı ya da satımı yapabilmektedir (Arat, 2003: 8).

Dalgalı döviz kuru sistemlerinin uygulanması 1970’li yıllarla gelişmeye başlamıştır. 18 Mart 1971’ de yapılan Smithsonian Anlaşmasıyla ABD dolarının altın bağı kopmuş ve sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sistemini içeren Bretton Woods Uluslararası Para ve Finans Sistemi terk edilmiştir. Eski sistemin yerini dalgalı döviz kuru sistemi almaya başlamış ancak bu dönemde daha çok kontrollü dalgalanma benimsenmiştir. Dünyanın böyle bir ekonomik konjonktüre girmesinin temelinde, teknolojik gelişmelerin büyük bir hızla ilerlemiş olması gelmektedir (İyibozkurt, 1997: 101).

Esnek kur politikasının uygulandığı durumlarda döviz kurları sermaye hareketleri tarafından belirlenmektedir. Sermaye girişleri yüksek olduğu takdirde ulusal para değer kazanır, aksi durumda ise ulusal para değer kaybeder (www.wikipedia.org). Ülkelerin ithalat ve ihracatları üzerine döviz kurlarındaki hareketler önemli bir rol oynamaktadır. Serbest dalgalanmaya bırakılan kurlarda, ihracatta meydana gelen azalmalar döviz kurlarının yukarı doğru hareket etmelerini sağlar ve ihracattaki azalmanın yumuşamasına yardımcı olur. Böylece ithalatta da azalma meydana gelerek ödemeler dengesinin tekrar eski konumuna gelmesini sağlayacaktır.

Ülke dalgalanmaya bırakılmış döviz kurunu seçtikten sonra uygulayacağı para politikasına karar vermelidir. Son zamanlarda bu tercihte karar kılan ülkeler para politikası olarak enflasyon hedeflemesini seçmişlerdir (DTM, 2001: 3). Bu doğrultuda ülkelerde uygulanmaya başlanan enflasyon hedefleme politikasında Merkez Bankaları aktif rol almaktadır.

Merkez Bankalarının esnek döviz kuru politikalarındaki etkinliği, para politikalarının belirleyici ve yön verici özelliğinden kaynaklanmaktadır. Dalgalı döviz kuru sistemi, bağımsız bir para politikası uygulama şansı vermektedir. Sermaye hareketliliği altında ülke ekonomisi için ticaret haddi ve yurtiçi talep değişimleri büyük öneme sahipse, dalgalı döviz kuru sistemi yurtiçi aktivitenin seviyesinin korunmasında para otoritesine özgürlük/esneklik imkanı tanımaktadır (Kabaş, 2005: 7). Tam sermaye hareketliliği varsayımı altında, faiz oranlarının düşmesi durumunda Merkez Bankası para arzını istediği gibi ayarlayabilir. MB genişletici para politikası uyguladığında, para arzı para talebini aşar ve bu durum faiz oranlarının düşmesine sebep olur ve ülkeden sermaye çıkışı başlar. Sermaye çıkışları döviz kurunun değer kaybetmesine yol açar ve bu gelişmeler ülkenin dış ticarete rekabet gücünü arttırır. Sermaye hesabı açık verirken, cari işlemler hesabı net ihracatın artması sebebiyle fazla verir. Kısacası MB esnek döviz kurlarında para politikası yoluyla ekonomiye müdahalede bulunabilir. Parasal genişleme sağlayarak, döviz kurunda değer kaybı yoluyla cari işlemler hesabını iyileştirir (Dikmen, 2003: 42).

Ancak bu sistemde MB kurlara kesinlikle müdahale etmemektedir. Kurlar piyasada tamamen arz ve talep doğrultusunda belirlenir ve MB herhangi bir taahhüt altında olmadığı için yeterli döviz bulundurma gerekliliği taşımamaktadır. Tamamen serbest kur sistemi, iyi işleyen döviz piyasaları ile birleştiğinde döviz kurları çok dalgalanmakta, belirsizliği arttırmakta ve bu durum dış ticaret fiyatlamasında kurun tahminini zorlaştırmaktadır (Özel, 2000: 98).

3. Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler

Uluslararası sermaye akımlarının belirleyicileri ve ekonomik büyüme için bunların sonuçları uluslararası makroekonomik literatürde en önemli konulardan biri olmaktadır. Ancak sermaye akımlarını yönlendiren etkenler hakkında ortak bir görüş birliği bulunmamaktadır. Bu durum çoğunlukla, farklı araştırmaların farklı ülke örneklerine odaklanmasından (OECD ülkelerine karşı yükselen piyasalar), farklı zaman aralıklarından

(1970'lere karşı 1980'ler veya bir diğerine karşı 1990'lar gibi) ve sermaye akımlarının türlerindeki farklılıklardan (doğrudan yabancı yatırımlar / portföy yatırımlara karşı diğer yabancı kaynaklar ya da resmi akımlara karşı özel akımlar) kaynaklanmaktadır (Alfaro ve Diğerleri, 2005: 1).

Uluslararası sermaye hareketliliğini arttıran ve yabancı sermayeyi diğer ülkelere yönelten en büyük etken uluslar arası farklılıklardan doğan kazanç farklılıklarıdır. Yatırımcı için yurtdışında karlar ana ülkeden daha yüksek olduğu sürece yatırımlar ülke dışına kaydırılacaktır. Ancak bu yatırımların gerçekleştirilmesinde risk ve belirsizlik faktörleri de etkili olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde siyasal ve ekonomik istikrarsızlıklar yatırımların rizikosunu arttırmaktadır. Bu durumda karlılık oranları yüksek olsa bile söz konusu ülkeler yabancı yatırımcılar için çekici olmamaktadır (Aslan, 2001: 1). Ancak yabancı sermaye kalkınmakta olan ülkelerin gelişme süreçlerine önemli katkılar sağlayacağından ülkeler, yabancı sermayeyi çekebilmek için uygun altyapıyı oluşturmaya çalışmaktadırlar (Eren ve Samsunlu, 2003: 72).

Bu bağlamda, gelişmiş ülkelere olduğu gibi bazı gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin artmasının arkasında da söz konusu ülkelerin finansal liberalizasyon politikaları ve son yıllarda gerçekleştirilen yapısal reformlar bulunmaktadır. Bu ülkelerdeki değişimler; sermaye kontrollerinin kaldırılması, finansal sistemin liberalizasyonu, ticaretin serbestleştirilmesi, makroekonomik dengenin sağlanması ve özelleştirme politikalarını içermektedir (Cihan, 2005: 30).

Uluslararası yatırım yapmak ve kazanç sağlamak amacıyla dolaştırılan yabancı sermaye, ülkeler arasındaki getiri farklılıklarını göstermektedir. Teknolojik gelişmeler ve yeniliklerle belli bir doyum noktasına gelen gelişmiş ülkelerdeki marjinal karlar, yatırımcıları, piyasası daha dinamik ve cazip görünen, büyüme potansiyeli yüksek, marjinal kazançları yüksek gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Bu durum gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere bir yatırım akışının oluşmasını sağlamıştır.

Bu yatırım akışının gerçekleşmesinde, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayeyi belirleyen içsel ve dışsal faktörler, sermayenin belirleyici yönlerini oluştururken, ülkelerin bu noktadaki durumları da sermaye mobilitesi üzerinde etkin öneme sahip olmaktadır.

Uluslararası sermayenin söz konusu ülkelere yönelmesinde etkili olan belirleyici unsurlar “iten” ve “çeken” faktörler olarak iki kategoride ele alınabilir. İten faktörler gelişmiş ülkelere yönelen sermaye akımlarının, sanayileşmiş ülkelerdeki ekonomik aktivite ve faiz oranları gibi dışsal faktörlerle ilgili değişiklikleri içerir (Çulha, 2006: 3; Kim, 2000: 236). Diğer taraftan çeken faktörler özellikle yükselen bir ekonomide sermaye girişlerinin yurtiçi faiz oranları, hisse senedi piyasa fiyatları, makroekonomik istikrar, döviz kuru rejimi, enflasyon, yurtiçi kredi seviyesi, güvenilirlik ve endüstriyel üretim seviyesi ile ilgili olmasını içerir (Çulha, 2006: 3).

Sermaye akımlarının sürdürülmesinde içsel ve dışsal faktörlerin rolleri ile ilgili belirleyici unsurlar politika yapıcılarının uygun karşılık belirlemede önem kazanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere “çekilen” sermayede, olumlu ekonomik reformlar ve yatırım gelirleri gibi yurtiçi faktörlerin genişliğine nazaran, akımlarda bir geri dönüş sağlam yurtiçi ekonomi politikalarının sürdürülmesinden kaçınmaya yol açabilmektedir. Buna karşın, gelişmiş ülkelerdeki karşıtlaşan iş dünyası veya düşük faiz oranları gibi dışsal durumlar tarafından “itilen” sermayede, yurtiçi politika yapıcıları dışsal ekonomik durumlarda farklı bir değişim olduğunda sermaye akımlarının geri dönebileceği ihtimaline hazırlıklı olmaları gerekir (FED, 1998: 1). Çünkü sanayileşmiş ekonomilerden düşük verimlilik nedeniyle “itilen” sermaye, risk algılamaksızın asimetric bilgiye sahip yatırımcıları yükselen piyasalardan daha yüksek geri dönüşlere götürür. Bu tür spekülative sermaye girişleri alıcı ülkelerin ekonomi politikaları için güvenoyunda bir zayıflık oluşturur (Dooley, 2000: 4).

3. 1. İten Faktörler

Gelişmekte olan ülkelere uluslararası sermaye akımları aslında otuz yılı aşkın bir süreden beri dalgalanma göstermektedir. Sermaye hareketlerindeki bu dalgalanmalar oldukça karışık sebeplere dayandırılırken sermayeyi ülkelere yönelten nedenler de farklılaşmaktadır. Bu faktörlerden, yükselen piyasalara olan sermaye girişinde dışsal faktörler bazında sağlam “itici” etkenler vardır. Yabancı sermaye üzerinde “iten” faktörleri coğrafi dağılımla açıklamak mümkün olmaktadır. Dışsal faktörler içinde endüstriyel ekonomilerde oluşan resesyon ve dünya faiz oranlarında yaşanan düşüşler finansal sermayenin kullanılabilirliğinde bir artış oluşturur. Söz konusu “iten” durumlar sermaye akımlarını yüksek düzeyde dalgalanmaya götürür, çünkü iten faktörler politika yapıcılarının kontrolü ötesinde gerçekleşen durumlardır (Hoti, 2002: 544).

Uluslararası sermaye hareketlerinde itici durumların oluşmasında, ülkede sermayenin görece getirisinin düşmesi nedeniyle yatırımcıların yüksek getiri olanaklarından yararlanmak amacıyla yurtdışına yönelmesi etkili olmaktadır. “İten” faktörler dışsal etkenler tarafından belirlenen ve gelişmiş ülkelerdeki risk-getiri oranlarında bozulmalarla politik gerginliklerin, sermayeyi geliştirmekte olan ülkelere yönlendirmesinden kaynaklanmaktadır. Ancak dönemsel koşullar nedeniyle çıkış yapan sermaye, ülke koşulları düzeldiğinde geri dönebilmektedir. Bu durum çıkan sermayenin daha çok kısa-vadeli ve portföy yatırımları şeklinde hareket etmesiyle oluşmaktadır (İnandım, 2005: 21). Bu tür sermaye girişlerinin oluşmasında en önemli nedenler, faiz oranlarında aşağı hareket, gelişmiş ekonomilerdeki geçici durgunluklar (Fernandez-Arias, 1994: 37), büyüme oranlarında yavaşlamalar gibi dışsal faktörler etkili olmaktadır. Özellikle 1980’li yılların sonlarında ABD’de yaşanan durgunluk faiz oranlarını düşürmüştüğü için sermaye Latin Amerika ülkelerine yönelmiştir. ABD’de yaşanan resesyonist eğilimler geliştirmekte olan ülkelerin dış ticaret hadlerini bozmuş ve cari işlemler açığını yükseltmiştir (Taylor ve Sarno, 1997: 454). *Cari işlemler dengesindeki açığın artmasına “Harberger, Laursen, Metzler etkisi” denilmektedir* (Kaya, 1998: 28). Yoğun sermaye girişi alan geliştirmekte olan ekonomilere bakıldığında, Latin Amerika’da dışsal faktörler daha etkili olmuştur ve bunlardan portföy yatırımlarının dışsal faktörlerde doğrudan yabancı yatırımlardan daha çok duyarlı olduğu belirtilmiştir. Asya ülkelerine yönelen sermaye akımlarında ise daha çok “içsel” faktörler etkili olmuştur (Altınkemer, 1998: 6).

Uluslararası sermayenin geliştirmekte olan ülkelere yönelmesinde amaçlar yatırım çeşidine göre farklılaşmaktadır. Dışsal faktörlerin oluşturduğu, sermayeyi başka ülkelere yönelten konjonktür el gelişmeler daha çok portföy yatırımları ve kısa-vadeli sermayeyi etkilemektedir. Uluslararası kar farklılıklarından faydalanmayı amaçlayan bu tür hareketler faiz ve kur oranlarına daha duyarlıdır.

Uluslararası doğrudan yabancı yatırımları geliştirmekte olan ülkelere yönelten faktörlerse; düşük maliyetli kaynak arayışı, farklı piyasalara mal ve hizmet götürme amacıyla piyasa arayışı ve etkinlik arayışı gibi amaçlar yatırımcıları farklı ülkelere yöneltir (Yavan, 2004: 80). Bu bağlamda hammadde kaynaklarının bol olarak bulunduğu ülkeye yatırım yapmak, emek faktöründen en etkin düzeyde yararlanmak amacıyla ucuz işgücüne sahip ülkelerde üretim tesisleri kurmak ve taşıma giderlerinden tasarruf sağlamak amacıyla yatırımcı kendi ülke sınırları dışında farklı potansiyellere sahip ülkelerde yatırım faaliyetlerinde bulunabilir. Uluslararası piyasalara giriş yapmak, orda yer edinmek veya piyasaya hakim bir pozisyona

gelmek amacıyla da şirketler dış piyasalara yönelebilirler. Teknolojik gelişmelerin artması, çokuluslu şirketlerin uluslararası düzeyde hareketliliğini arttırmakta ve ülkeler arasındaki finansal entegrasyon ivmesinin yükselmesini de sağlamaktadır (Aslan, 2001: 9-13).

3. 2. Çeken Faktörler

Zengin ülkelerden fakir ülkelere sermaye akımları çeşitli nedenlerle yönelmektedir. Yabancı sermaye yatırımları finansman kaynak sağlayabilir, tüketim artışı vasıtasıyla ekonomik büyümeyi canlandırabilir ve gelişmekte olan dünyada yaşam standardını yükseltebilir vs.. Uluslararası sermaye akımlarını etkileyen faktörlerin içinde, alıcı ekonomilerin “çeken” faktörleri de sermaye girişi üzerinde etkili olmaktadır. İçsel faktörler borç problemlerinin başarıyla çözümü, finansal piyasaların liberalizasyonunun yaygınlaşması ve makroekonomik istikrarın bir sonucu olarak güvenilirlikteki artışları içermektedir. Bu “çeken” durumlar, gelişmekte olan ülkeleri kontrol altında tutan, yurtiçi politikaların fonksiyonunun büyük bir uzunluğunda sermaye akımlarını güçlendirebilen iyimser bir duruma götürür (Hoti, 2002: 544).

Gelişmekte olan ülkelerin sermaye çeken en önemli icraatları finansal piyasaları üzerinde serbestleşmeye gitmiş olmaları ve sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırmalarıdır. Bunun yanında sermaye “çeken” diğer faktörlerle de ilgili düzenlemeler yapılmıştır. Yüksek reel faiz ve düşük döviz kur politikasına dayalı spekülasyon arbitraj olanakları yaratan ülkeler finansal sermaye için daha cazip ülke konumunda olmuşlardır. Diğer taraftan uluslar arası kredi kuruluşlarının yatırım notlarında artış alan, IMF programlarını uygulayan ve OECD’ye kabul edilmek için gerekli düzenlemeleri yapan ülkeler yatırımların getirisine güven uyumu sağlamaya çalışmışlardır (İnandım, 2005: 20).

Gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermaye çekmek için izledikleri süreç sadece finansal liberalizasyonla kalmamaktadır, bunun yanında yatırım çekmede daha cazip bir izlenim oluşturma yönünde düzenlemelere gitmişlerdir. Bu bağlamda; özelleştirme politikaları, rekabet politikası, ekonomik ve siyasi istikrar, dünya ticaret politikası çerçevesinde düzenlemeler, ekonomik entegrasyonlara katılım, çeşitli vergi kolaylıkları, özendirici teşvik politikaları, yatırım indirimleri, bazı gümrük vergilerinden bağışıklık (Sabır, 2002: 3), makroekonomik stabilizasyon sonucu kredi değerliliğindeki artışlar, ucuz kredi olanakları, GOÜ’lerin borç problemlerini başarıyla çözümlenmeleri, iş teknolojilerindeki gelişmeler, bu ülkelerde sabit döviz kuru sistemi uygulamasının yatırımcıların ilgisini

arttırması gibi sermaye “çeken” belirleyicileri düzenlemeye almışlardır (Kim, 2000: 236; Lopez-Mejia, 1999: 2).

3. 3. İten ve Çeken Faktörlerin Nispi Önemi

Geçen bir kaç on yılı aşkın zamandır, özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye akımlarının hacminde önemli artışlar olmuştur. Bu yabancı sermaye girişlerinin faydalarının bilinmesine rağmen, söz konusu sermayede ani geri dönüşlerin olması yükselen piyasa ekonomilerinde finansal ve para krizlerine neden olarak büyük maliyetler oluşturabilir. Sermaye akımlarının belirleyicilerinin anlaşılması, yabancı sermayenin nelere göre hareketlendiğinin bilinmesi buna göre uygun politikalar tahsis edilmesi çok önemlidir (Kang ve Diğerleri, 2002: 1-3).

Gelişmekte olan ülkelere uluslararası sermaye hareketleri alıcı ülke ekonomisinde uygulanan politikalardan (çeken faktörlerden) etkilendiği gibi, konjonktür el anlamda yaşanan gelişmelerden kaynaklanan ve gelişmiş ülkelerin ekonomik durumlarını yansıtan gelişmelerden (iten faktörlerden) de kaynaklanmaktadır. Bu sermaye girişleri, sermayenin çeşidine, amacına, kalma sürecine göre farklılaşmaktadır.

Çeken faktörlerin olumlu görünümü daha çok doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde etkili olmaktadır. Söz konusu ülkelerin uyguladıkları reform politikaları, makroekonomik istikrar, borç geri ödemelerde sağlanan iyileşmeler, cari dengede düzelme gibi uygun yatırım zemininin oluşturulması yabancı yatırımları çekmede etkili politikalar olarak öne çıkmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki dinamik piyasa yapısı ve yüksek marjinal karlar yatırımcılar için daha cazip bir ortam oluşturmaktadır.

İten faktörlerse, ülkeler arasında spekülasyon amaç ve arbitraj kazancı güdüsüyle dolaşabilen kısa-vadeli sermaye ve portföy yatırımları olarak gerçekleşmektedir. Ancak GOÜ' lere yönelen bu sermaye çeşidi uluslar arası durumlara göre şekillenebilmektedir. Dünya faiz oranlarında artışların beklenmesi yabancı sermayeyi geri döndürebilmekte, geri dönen sermaye hassas yapıdaki ülke ekonomisini sarsabilmektedir. Bu gibi durumlarda ülke yönetimi de sermayenin geri gitmemesi için uygun düzenlemelere başvurmaktadır.

Bu bağlamda gelişmekte olan ülkeler kırılganlıklarını ve zayıflıklarını azaltmak için, döviz kuru politikalarında değişikliklere giderek dalgalı döviz kuru sistemleri uygulamakta ve finansal sistemde düzenlemelere gitmektedir.

Kore üzerine yapılan bir çalışmada “çeken” faktörlerin nihai sonuçlarında cari hesap dengesizliği, döviz kuru oynaklığı, büyüme oranı ve enflasyon oranında negatif etkiler gözlemlenmiştir. Bu durumların ortaya çıkmasında özellikle cari hesap dengesizliğinde diğer (kısa ve uzun vadeli) yatırımlar ve portföy yatırımlar etkili olurken doğrudan yabancı yatırımlar için olumsuz bir etki söz konusu olmamıştır (Kang, Kim ve Diğerleri:3).

4. Sermaye Akımlarının Yönetimi

Uluslararası sermaye yatırımları, orta ve düşük gelirli gelişmekte olan ülkelerin yatırımlarını arttırmalarında, tasarruf sağlamalarında ve kalkınmalarında yaralı bir rol oynayabilir (Dodd, 2004: 1). Bu bağlamda sermaye liberalizasyonunun yurtiçi yatırımları, üretimi ve etkinliği artırması birkaç koşulun varlığına bağlanmaktadır. Söz konusu ülkede uygulanan liberalizasyon politikası sonrasında ülkeye sermaye girişi olmalı, uluslararası sermaye hareketlerinin değişkenliği makroekonomik sorunlara yol açmamalı, gelen sermaye yurtiçinde etkin bir şekilde kullanılmalı ki istenilen büyüme sağlanabilsin (Kızıllırmak Üçkaya, 1996: 7). Diğer taraftan yabancı yatırımlar ayrıca, büyük sermaye çıkışlarının yaşanması veya sermaye girişlerinde dalgalanmaların olması, yurtdışında oluşan ekonomik bozulmalar ve sermaye girişlerinde beklenmedik kesilmelerin olması gibi durumlarda gelişmekte olan ekonomilerde verimsizlik yaratabilir (Dodd, 2004: 1).

Ülkelerin liberalizasyon politikalarıyla dünyaya entegre olmalarının ve finansal liberalizasyona gitmelerinin sakıncalarına karşı önlem alınmasına yönelik görüşler geçmişte de dile getirilmiştir. Bu konuyla ilgili olarak; Bretton Woods anlaşmasının ana metnini hazırlayan Amerikalı Hazine Bakanı Daxter ile İngiliz temsilci Keynes’in bazı noktalarda görüş birliğine vardıkları belirtilmektedir. Söz konusu noktalardan biri de spekülatif sermayenin sınırlanması üzerinedir. Bu konuda: “*Keynes ve White, eğer finansal sermaye yüksek faiz ve düşük enflasyon arayışında ülkelerarası sınırları özgürce aşabilirse, ülkeler tam istihdam hedefini asla yakalayamayacaklardır*” (www.wikipedia.org.) diye belirtmişlerdir. Bu alıntıdan da anlaşıldığı gibi Keynes’in savaş sonrası dönemde sermaye kontrolleri ile ilgili görüşü, tam sermaye serbestisinin, istenilen durumlardan sapmalara neden olacağı ile ilgilidir.

Ülkelerin sermaye kontrollerinde izledikleri kısıtlama önlemlerinin temelinde, sermaye girişleri ile artan likiditenin ekonomik canlılık yaratması, finansal araçların ve gayri menkullerin aşırı değerlendirilmesi gelmektedir. Enflasyon kaygısı para tabanının sabit

tutulmasına, sermaye girişinin sterilizasyonunun da faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Faiz oranlarındaki artışlar cari işlemler dengesinde bozulmalara ve maliyetlerde artışlara yol açmaktadır. Bankacılık sistemleri yeterince gelişmemiş ekonomilerde sermaye girişleri bankacılık kesiminin bilançolarının aktif ve pasifleri arasında vade uyumsuzluklarına ve döviz pozisyonu açıklarına sebep olabilmekte, bankacılık sektörü kur ve faiz oranlarındaki oynamalardan etkilenebilmektedir. Bu tür olumsuzlukları engellemek amacıyla sermaye girişlerine kontroller getirilmektedir (Emil ve Vehbi, 2002: 13).

Ülkeler dünya piyasalarından faydalanma amacıyla açılmaya yönelik girişimlerde bulunmuşlardır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde uluslar arası sermaye akımlarının ekonomik etkileri çeşitli müdahalelerle dengelenmeye çalışılmaktadır. Bu müdahale yöntemleri nominal değer artışı veya enflasyonda bir artıştan korunmak için uygulanmaktadır (Kaminsky, 2005b: 20). Miktar ve kompozisyonlarını etkilemek için yabancı sermaye akımları üzerinde doğrudan ve dolaylı kontroller, bir çok Asya ve Latin Amerika ülkelerinde değerli makroekonomik politika araçları, geleneksel parayı tamamlayıcı, mali ve döviz kuru enstrümanları kullanılmıştır (Helleiner, 1990: 1).

Gelişmekte olan ülkelerde politika yapıcıları büyük sermaye akımlarını kontrol altına alma ve yabancı yatırımlar için büyük teşvikler ayırma durumlarını dengelemek için bu ülkelerin resmi otoritelerinin uygun politikalar icra etmeleri gerekmektedir (Dodd, 2004: 5). Bu bağlamda bir çok düşünce ve uygulama ortaya çıkmıştır. Bunlardan bir tanesi de mobilitesi en yüksek olan kısa-vadeli sermaye hareketleri üzerinedir. Kısa-vadeli sermaye hareketlerinin yönelindikleri ülkelere olan zararlarını en aza indirebilmek için Tobin Vergisi diye adlandırılan döviz üzerinden alınan bir vergi önerilmiştir. James Tobin'in ileri sürdüğü işlem vergisi 1972 yılında kendisinin yazdığı bir kitapta yer almıştır. Tobin önerisinde bir dövizin diğerine dönüştürüldüğü spot piyasalarda alınacak uluslararası tek tip bir dönüşüm vergisinin kısa dönemli sermaye hareketlerinin dolaşımını engelleyeceğini belirtmiştir. Sermaye giriş çıkışlarının ülke ekonomilerine zarar vermemesi için öne sürülen başka alternatif politikalar da vardır. Yabancı menkul kıymetlerin vergilendirilmesi, sermaye kazançlarının vergilendirilmesi ve sermaye giriş çıkışlarının vergilendirilmesi gibi (Akdiş, 2004: 12-14). Sermaye girişi üzerine bu tür kısıtlayıcı politikalar, ülke ekonomisini spekülatif girişimlerden korumak amacıyla zaman zaman gündeme gelmiştir. Kısıtlayıcı önlemler çeşitli şekillerde uygulama alanı bulmuşsa da genellikle sonradan terk edilmiştir.

Kısıtlama ve müdahalelerin çok kapsamlı bir şekilde sürmemesi, söz konusu müdahalenin gerçekte maliyet ve kayıplarının tam olarak bilinmemesinden kaynaklanmaktadır. Bu tür kısıtlama ve vergiler, uzun dönemli yatırımlar üzerinde kalıcı oldukları için caydırıcı olmayıp daha çok, değişkenliği yüksek kısa vadeli sermaye dolaşımı üzerinde caydırıcı etkiye sahip olması öngörülmektedir. Ancak bu süreçte işleyen yoğun müdahalelerin uzun dönem sonuçları ve finansal engellemelerin maliyetleri öngörülememektedir.

Sermaye çıkışlarının kontrolüne yönelik uygulamalarından klasik bir örnek olarak Malezya verilebilir. Sermaye çıkışlarının kontrolünü bir ülke her ne zaman olursa olsun uygulayabilirse, spekülasyon para ataklarını ve yabancı döviz rezervlerinin azalmasıyla birleştirmelidir. Bu yalnızca finansal krizlerin yükseldiği bir dönemde faydalı olabilir. Bu bağlamda Malezya'nın sermaye çıkışları üzerinde yönetimin kontrolleri, 1997 finansal krizlerinde ülkelerin önceki kazanımlarını muhafazasını yapmıştır. 1990 ile 1993 arası sermaye dalgalanması, beklenmedik bir şekilde sermaye girişlerini azaltan ve dolar faiz oranlarında çıkışlar yaratan 1994 spekülasyon sermaye girişlerinde eşanlı sınırlamalar koymaya Malezya yöneticileri mecbur kalmışlardır (Molmisa, 2007: 10).

II. BÖLÜM

1. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE SERMAYE AKIMLARININ ETKİLERİ

Uluslararası sermaye akımları, ülkelerin makroekonomik değişkenlikleri üzerinde büyük etkiler meydana getirmektedirler. Yabancı sermayenin giriş yaptığı ülkede yapacağı etkiler, ülkenin performansına yansiyarak yurtiçi gelişmeleri de etkilemektedir. Bu bağlamda gerek ekonomik gelişmelerin şekillenmesinde gerekse yönetsel kararlarda olası sermaye girişleri belirleyici etkilere sahip olabilmektedirler.

Finansal serbestleşmeyle birlikte, ülkelerin portföy yapısında kısıtlamalar kalktığı için finansal kurumların rekabetinde risk yönetimi artar ve finansal kurumlar da daha etkin çalışmaya başlarlar. Uygulanan serbestleşme politikaları ekonomi üzerinde etkinlik kazancı oluştururken, yönetsel kararları da daha rasyonel kılmaktadır. Serbestleşme politikaları ülke ekonomileri üzerinde üç tür etkinlik artışı yapmaktadır (Kaya, 1998: 10).

- Dağılım Etkinliği: Kontrollerin kaldırılması ve fiyatların istikrarlı bir karakter arz etmesi tasarrufları yüksek getirili yatırımlara yönelterek kaynakların dağılımında etkinlik (allocative efficiency) yapar.
- Operasyonel Etkinlik: Rekabetin artması finansal piyasalarda maliyetlerin düşmesini sağlamakta ve bu durum da operasyonel etkinlik (operational efficiency) oluşturmaktadır.
- Dinamik Etkinlik: Liberalizasyon politikalarıyla paralel olarak gerçekleştirilen reformlar tüketici ihtiyaçlarına yönelik olduğu için dinamik etkinlik (dynamic efficiency) de artmaktadır.

Uluslararası kaynak dağılımında etkinlik sağlamak, dış şokların karşılığında tüketimin düzenlenmesini veya yabancı sermayeden faydalanmak için yurtiçi sermaye birikimini toplamayı hızlandırma imkanı gibi durumları içerir. Bunun dışında yurtiçi makroekonomik politikalarda piyasa disiplini teşvik eder (Kaminsky, 2005a: 16).

Gelişmekte olan ülkeler globalizasyonun etkilerini tam olarak yaşamadan önce bazı önemli aşamaları kendi kendilerine gerçekleştirmelidirler. Özellikle, sanayileşme modelinin önemli bir bileşeni olan sermaye akımları ve ticaret için daha az engellemeler koyma konusunda bu ülkelerin ekonomilerini açık tutmaları gerekmektedir. İzlenilen politika değişiklikleri, gelişmekte olan ülkeleri globalizasyonun bir ayağı olan liberalizasyona götürmüştür. Liberalizasyonun mikro ekonomik ve kültürel elementleri makro ekonomik bağlantıların finansal yönü olarak izlenilen süreçlerin açık örnekleridir (Stallings, 2001: 11). Gelişmekte olan ülkelerin liberalizasyona gitmelerinin nedenlerini şöyle sıralayabiliriz (Özdemir ve Sever, 2004: 37) :

- *Tasarruf ve Yatırımları Artırmak:* Ekonomik büyümeyi sağlayacak yatırımların gerçekleşmesi bu yatırımların finansmanına bağlıdır. Gelişmekte olan ülkelere en önemli sorunlardan birisi yatırımlar için gerekli olan tasarruf seviyelerine sahip olamamalarıdır.

Öte yandan finansal liberalizasyon ekonomik büyümeyi portföy çeşitlenmesinin faydası biçiminde de etkileyebilmektedir. Artan fırsatlar riskleri çeşitlendirmekte, projelerden elde edilen daha yüksek oranlı getiriler yatırımlara dönüştüğü zaman hızlı büyüme sürecine ulaşılabilir.

- *Kaynak Dağılımında Etkinliğin Sağlanması:* Teoride sermaye hareketliliğinin gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ekonomiler arasındaki gelişmişlik farkını azaltmada etkisi bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelere kurumsal yatırımcıların düzeyi önemli seviyelere ulaşmış olmasına karşılık bu ülkelere tasarruflardan elde edilen getiriler oldukça düşük oranlardadır. Bunun tersine gelişmekte olan ülkelere ise tasarrufların getirileri daha yüksek seviyededir. Bu nedenle tasarruflar sermayenin çok bulunduğu ülkelere daha kısıtlı olduğu ülkelere doğru hareket edecektir. Çünkü, sermayenin sınırlı düzeyde olduğu ekonomilerde yeni yatırım fırsatları bulunduğu için bunların getirileri de yüksek düzeyde olmaktadır. Bu şekilde sermayenin yeniden dağılımının olması alıcı ülkedeki yatırımları artıracak, bunun sonucunda sosyal faydanın da artması sağlanacaktır.
- *Finansal Piyasaların Gelişmesi:* Özellikle gelişmekte olan ülkelere sermaye piyasası liberalizasyonları direkt yatırımlar aracılığıyla bu ülkelere know-how ve teknoloji transferinin yapılmasına kolaylık sağlamaktadır. Portföy yatırımları ve dış bankalardan borçlanmalar ise ulusal finans piyasalarının derinlik kazanmasına da katkı

sağlayabilmektedirler. Öte yandan bu sürecin ekonomi politikasına yön verenlerin uygulamış oldukları politikalar açısından daha dikkatli hareket etmelerini sağlamaktadır. Bu şekilde makro ekonomik politikalar daha fazla disipline olabilmektedir.

- *Uluslararası Kuruluşların Etkisi:* IMF, Dünya Bankası ve DTÖ gibi kuruluşlar küresel ekonomiye eklenmesi amacıyla gelişmekte olan ekonomilerin finansal liberalizasyona gitmelerini tavsiye etmektedirler.

Finansal liberalizasyon uygulamalarıyla yabancı ülkelere açılan gelişmekte olan ülkeler, yurt dışından gelen her türlü sermayeye de açık hale gelmişlerdir. Ülkeler arasında dolaşan yabancı sermaye, çeşidine göre bazı karakteristik özelliklere sahip olmaktadır. Söz konusu yabancı sermaye girdiği ülkelerde pozitif ve negatif dışsallıklar oluşturarak alıcı ülkede makro ekonomik değişkenlikleri etkileyebilmektedir (Banga, 2001: 5).

Gelişmekte olan ülkeler kalkınmalarını sürdürebilmek ve ekonomik gelişmelerini tamamlayabilmek için, yatırım artışı yaratmak ve hem yabancı yatırımcıları çekebilecek hem de yurtiçi yatırımlar için tasarruf yetersizliğini kapatacak dış kaynak yaratmaya çalışmaktadırlar. Ancak bu yabancı kaynakların ülkeye girişini sağlayabilmek kadar, gelen yabancı sermayenin kullanımı ve kazanımlardaki getirisi de aynı önemi taşımaktadır.

Gelişmiş ülkelerde yabancı sermayenin etkinliği gelişmekte olan ülkelerdeki etkinliği ile aynı olmamaktadır. Sanayileşmesini tamamlamış, belli bir büyüme seviyesine varmış gelişmiş bir ekonomiye giren yabancı sermayenin yatırım amaçlı, uzun vadeli bir karakterde mi yoksa kısa vadeli, değişken bir karakterde mi olması çok büyük sorunlar yaratmamaktadır.

Doğrudan yabancı yatırımlar, sanayileşmiş ekonomilerde zaten görece önemini sürdürürken, hisseli yatırımlardaki geri dönüşler veya “hot money” sıcak para olarak nitelendirilen değişkenliği yüksek kısa vadeli sermayenin beklenmedik dönüşü, belli standartları yerleşmiş bir ekonomide düzenli yapıyı bozucu bir sonuç oluşturamamaktadır.

Ancak aynı durum sanayileşmesini tam olarak tamamlayamamış, bankacılık sektörü yeterince derinleşmemiş, makro ekonomik değişkenliklerinde oynaklıklara sahip gelişmekte olan ülkeler için söz konusu olmamaktadır. Sermaye girişlerindeki ani kesilmeler veya geri dönüşler uzun süreli yıkıcı sonuçlara neden olabilmektedir. Çok yüksek maliyetlere neden olan finansal krizler nedeniyle, sermaye akımlarının yönetimi ve finansal istikrar durumu

özellikle yükselen piyasalarda yöneticileri çok meşgul eden konuları oluşturmaktadır. Çünkü sermaye akımlarındaki oynaklıklar, ülke ekonomilerinde finansal sektör bozulmalarının ötesinde ödemeler dengesi krizlerini tetiklemektedir (Kono and Schuknecht, 1998: 7).

Sermaye akımlarının olumlu tarafları yanında özellikle gelişmekte olan ülkeler üzerinde bazı olumsuz yönleri de bulunmaktadır. Bunlar; ekonomik krizlere neden olması, ekonomik büyümede istikrarsızlık, ekonomi politikası araçlarının kullanımı, para ikamesi, borçlanmayı arttırması ve asimetrik bilgi sorunu gibi olumsuz etkileri de söz konusu olmaktadır. Önemli olan bu olumsuz etkileri minimum kılacak bir yapıyı oluşturmaktır (Özdemir ve Sever, 2004: 39).

2. SERMAYE AKIMLARININ EKONOMİK DENGELER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

1980'li yılların ortalarından bu yana meydana gelen son finansal globalizasyon dalgasıyla gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında ve gelişmiş ülkelerin kendi aralarında sermaye hareketliliğinde artışlar oluşmuştur. Bununla beraber sermaye akımları bazı gelişmekte olan ülkelere yüksek büyüme oranlarıyla birleşmekte, bazılarında ise periyodik olarak büyüme oranlarında çöküşlere ve ciddi makroekonomik ve sosyal yıkımlara sahip önemli finansal krizlere neden olmaktadır. Bu bağlamda gelişmekte olan ekonomilerde finansal liberalleşmenin etkilerinin yönü tartışılan bir unsur olmuştur. Söz konusu durumdan, finansal liberalizasyonun gelişmekte olan ülkelere ekonomik büyümeyi arttırıp arttırmadığı, bu ülkelere makroekonomik değişkenliklerde etkisinin ne olduğu, ülkelere finansal globalizasyonun faydalarını elde etmeyi sağlayan faktörlerin neler olduğu ile ilgili sorular artmıştır (Prasad ve Diğerleri, 2003: 1).

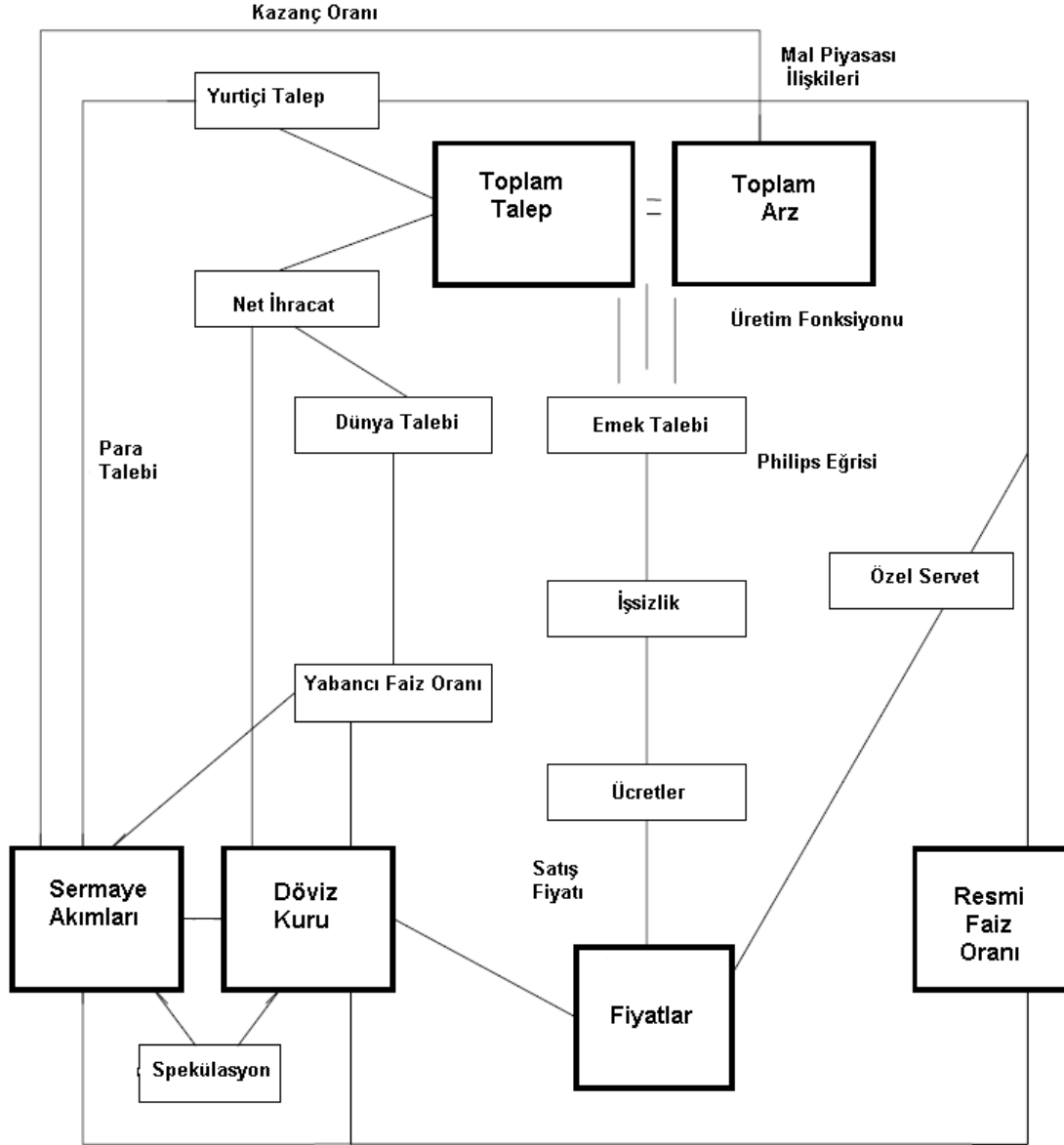
Finansal liberalizasyonun ülke ekonomileri üzerine etkileri ile ilgili temel argümanlar arasında ilkin, sağlanan finansal serbesti ile gelişmekte olan ülkelere mevcut sermaye miktarında artışlar olur, bu potansiyel artışlar onların sadece kendi kaynaklarıyla sahip olduklarından çok daha hızlı bir şekilde büyümelerini sağlayabilir. Sermaye girişlerinin her çeşidi büyüme üzerinde aynı etkiyi yaratamamaktadır, bununla beraber; kısa-vadeli akımlar ve hisse alımları şeklinde olan kısa dönemli sermaye, yeni olanaklar yaratan uzun vadeli yatırımlardan daha az değerlidir. Aynı zamanda, sermaye hareketliliğindeki artışlar yani değişimler daha fazla oynaklık yaratabilir ve bu durum büyümeyi çok daha maliyetli kılar. İkinci olarak sermaye akımlarının bölgeye ve ülkeye dağılımının yetersiz olması durumunda büyüme şeklinde çarpık bir durum ortaya çıkar. Ayrıca üçüncü olarak, resmi girişimleri

çekmede de sermayenin serbest dolaşımından yararlanılmaktadır. Finansal liberalizasyonda bir çok problemin ortaya çıkış kaynağı da bu problemlerin global ölçekte olmasından ziyade yerel düzeydeki olumsuzluklarla ilgili olmasıdır. Kısacası, global, bölgesel ve ulusal seviyelerde gerçekleştirilen politika değişiklikleri bir çok ekonomik büyüklüğün seviyesine katkıda bulunabilmektedir. Bu etkenler ülkeleri dışa açılmaya iten faktörler olmuştur (Stallings, 2001: 5).

1990'lı yılların başlarından beri, uluslararası finansal entegrasyon ve dünya ticareti çok hızlı bir şekilde büyümektedir. Dünya gayri safi hasılanın dünya ticaretine oranı yüzde 40'dan daha fazla bir oranda artış göstermiş, dünya gayri safi hasılda uluslararası finansal şirketlerin hisse alış-veriş oranı iki kattan daha fazla artış göstermiştir. Yükselen piyasa ülkeleri bu gelişmelere yüksek bir düzeyde katılmışlardır. Dünya ticaretindeki artışlara 1990'da yüzde 27'den 2004'de yüzde 37'ye varan bir düzeyde uluslararası sermaye hareketleri tarafından etkiler oluşturulmuştur. Ayrıca dünya ekonomisi entegrasyonunda, döviz kurları dışsal adaptasyon sürecinde daha merkezi bir rol oynamaktadırlar (Ricci ve Diğerleri, 2008: 39).

Çünkü özellikle küçük açık ekonomiler ve gelişmekte olan ülkeler için yabancı sektörlerde gelişme sağlama ve istikrar çok önemli bir kriter olmaktadır. Bunun da döviz kuru olmasının nedeni bu ekonomilerde tek fiyatın çok önemli olmasıdır, çünkü bu durumda kapsamlı bir şekilde rekabet edilebilirlik egemen olmaktadır ve sermaye girişi ulusal fiyat seviyesinde sağlam bir etkiye sahip olmaktadır (Unctad, 2007a: 25).

Aşağıda şekil 8'den de görülebileceği gibi sermaye akımları para politikasının kapsamlı iletilisinde içten büyüyen bir unsurdur. Eğer talep arzdan daha fazla büyürse o zaman faiz oranları ve sermaye akımlarını arttıracak bir baskı oluşacaktır. "Sermaye akımları" kutusundan çıkan ve giren okların sayısı sermaye akımlarını etkileyen ekonomik faktörlerin geniş bir dizisini yansıtmaktadır. Sermaye girişlerinin getiride döndürülebilmesi sermayenin toplam miktarını etkileyebilir, örneğin sermaye akımları teknoloji transfer ederse ve kazanç getirisinde ortalama oran arttığı zaman daha büyük yatırımları cezp edebilir. Sermaye serbestisinin bir ticari malın ihracat fiyatında artış oluşturması gibi ticareti geliştirme etkisi yurtiçi ekonomide de artışlar yaratmaktadır. Ayrıca emek piyasası reformları ve fiyat liberalizasyonu, potansiyel üretkenlikten dolayı ekonomik etkinliği geliştirebilmektedir (Hoggarth and Sterne, 1997: 19-21).



Şekil 6: Ekonomik Değişkenliklerin İleti Mekanizmasında Sermaye Akımları

Sermaye girişleriyle beraber reel kurların değer kazanması fiyat mekanizmasının çalışmasını ifade eder. Buna paralel olarak artan yurtiçi harcamalar ve dış ticarete konu olmayan malların arz-talep yapısı nihai dış ticaret açığını belirlemektedir. Bu gelişmeler, makroekonomik yapıda oluşan bir transfer problemidir ve ayrıca sermaye giriş-çıkışında oluşan değişiklikler reel kurlardaki oynaklığı da etkilemektedir (Kaya, 1998: 34).

Küresel dengesizlikler dünya ekonomisinde sistematik riskin önemli bir kaynağı olmaktadır. Bunların beklenilmeyen bir düzenlemenin potansiyel yıkıcı etkisine bağlı olarak

ödemeler dengesinde açıklara sahip ve sermaye fazlalıklarına sahip ekonomilerin her ikisinde de uzun ve kısa dönemdeki yansımaları ters yönde olabilmektedir. Çünkü geçmişteki finansal krizler, bir devalüasyonun hedefi aşma tehlikesinin ve cari hesap açıklarıyla birleşen bazı sermaye girişlerinin neden olduğu finansal kırılganlık artışı, ticari partnerler üzerinde etkili olabilen küçülmeye, cari açığa sahip ekonomilere neden olabilmektedir (Unctad, 2007b: 13). Bu nedenle büyük bir dikkat ve ilgi ile artan global dengesizliklere odaklanılmalıdır. Bu dengesizlikler cari hesap bozukluklarına sahip çoğu göze çarpan Doğu Asya Ekonomileri ve petrol ihraç eden ülkeler ve ayrıca ABD ve diğer ülkeler arasında etkili olmaktadır (WTO, 2007a: 25-26).

Uluslararası sermaye akımlarının dolaşımındaki değişmelerin etkileri yıllar itibariyle değişme gösterirken, ülke ekonomileri üzerindeki yansımaları da ülkeden ülkeye farklılaşmaktadır. 1999'un ilk yarısındaki gelişmeler ekonomik aktivitede farklı istikametlerde ve farklı bölgelerde hareketlilikler göstermiştir. Bununla beraber, dünya ekonomisinin toplam performansı gibi deflasyonist ve genişlemeci güçlerin dengesi daha önceki yıllardan önemli bir farklılığı da olanaksız kılmıştır. AB ve ABD'de büyüme gerçekleştiği 1999 yılında 1998'dekinden daha yavaş bir düzeyde olacağı beklenmişti, Japonya'da sürekli ve yeterli bir görünüm oluşmasa bile ekonomik durumda bir ilerleme olabildiği; bir bütün olarak sanayileşmiş ülkelerdeki büyüme 1998'in altında bir seviyede kalacağı beklenmiştir. Ayrıca gelişmekte olan ülkeler arasında tamamen farklı hareketlilikler olmuştur: Latin Amerika' da ekonomik küçülme, Asya'da ekonomik büyüme beklenebilmiştir. 1998'de ticari mal fiyatlarındaki düşüşler ve ticari akışlardaki değişikliklerin net etkisi önemli ölçüde ülkelerin farklı grupları arasındaki değişmelerden kaynaklanmıştır (Unctad, 1999: 16).

2.1. Sermaye Akımları ve Büyüme

Liberalleşme günümüzde yeni bir evrim olarak gerçekleşmektedir. Uluslararası rekabet ve büyüyen uluslararası üretim, ticaret, sermaye ve teknoloji hareketliliği, firmaları üretim faaliyetlerinde birleşmelere sevk etmiştir. Uluslararası teknoloji ve bilgi birikimine erişim daha da hızlanmış, kalkınmada ihtiyaç duyulan fırsat ve imkânlar izlenen liberal politikalarla uluslararası piyasalarda daha elde edilebilir olmuştur (Atalay ve Turhan, 2001: 78).

İktisat teorisinde; kalkınma, gelişmekte olan ülkelerde milli gelir artışları sonucunda üretim tekniklerinde sosyal ve kurumsal yapıda meydana gelen yapısal değişiklikleri kapsamaktadır. Dış ticaret de, kalkınma süreci içerisinde önemli bir yere sahiptir. Hatta küreselleşmenin hız kazandığı günümüzde, dış ticaretin katkısı olmadan kalkınmanın sağlanamayacağı genel kabul gören bir mevzudur. Bu bağlamda dışa açılmanın doğrudan etkilerinden birisi, kaynak dağılımı üzerindeki etkisidir. Dışa açılma politikalarıyla gelişen dış ticaret, kaynakların ülkenin karşılaştırmalı üstünlüklerine göre tekrar dağıtımına yol açarak milli geliri etkiler. Çünkü geleneksel dış ticaret teorisinde, dış ticaret önündeki engeller kaldırıldığında kaynaklar ülkenin karşılaştırmalı üstünlüklerine göre dağıtılacağından statik etkinlik kazançları sağlanacak ve böylece gelir düzeyi artacaktır (www.ekodialog.com.).

Uluslararası piyasalara entegre olma amacıyla izlenen dışa açılma politikaları neticesinde büyümenin toplam seviyesindeki değişimler iki temel yolla sermaye akımlarıyla ilişkilendirilir. Birincisi yatırımlar üzerindeki etkileri içerir ki bu etki uzun ve orta dönemde büyüme üzerindeki çok önemli bir belirteçtir. Tabii ki, kısa dönemde daha yüksek büyüme mevcut kapasitenin daha etkin kullanımından meydana gelebilir. Sermayedeki geri dönüşlerin ve sürdürülebilirliğin merkezinde sermaye akımları ve büyüme arasındaki ilişki diğer ana bağı oluşturmaktadır. Eğer sermaye hareketleri fazlasıyla oynaklığa sahipse, bu durum kısa dönem için büyümeyi uyarabilir, fakat böyle bir büyüme sermaye çıkışına bağlı olarak oluşan durgunlukla dengelenecektir. Ayrıca sermaye akımları büyüme üzerinde oynaklık oluşturduğunda, istikrarlı makroekonomik politikaları oluşturmada siyasi irade daha zor durumlarla karşı karşıya gelebilmektedir (Stallings, 2001: 19).

Söz konusu oynaklıkların ve belirsizliklerin oluşumu (hot money) sıcak para olarak adlandırılan kısa-vadeli sermaye girişlerinden kaynaklanmaktadır. Yatırım amaçlı gelmeyen, arbitraj güdüsüyle ülkeler arasında dolaşan bu tür sermaye, üretim üzerine katkı sağlamamakta tamamen spekülasyon amaçlı hareket etmektedir.

Uzun vadeli yatırımlar şeklinde dolaşan DYY ekonomide etkinlik artışı yaratarak üretkenlik seviyesine etki etmekte, gayri safi büyümeye katkı sağlayabilmektedirler. DYY ülke ekonomisinde kaynak dağılımında etkinlik sağlamak; teknikte (X-efficiency) daha yüksek bir seviye, teknolojinin yayılması ve yerel firmalara bilginin akması gibi gelişmeler sağlanmıştır. Ayrıca yurtiçi firmaların üretkenlik artışı, rekabet baskısının daha çok etkinlik sağlaması, bilginin öğrenme ve yayılma aracılığıyla görünür etkisini göstermektedir (Banga, 2001:4).

Finansal liberalizasyon birçok kanal aracılığıyla gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranını arttırmaya yardımcı olabilmektedir. Bunların bazıları ekonomik büyümeyi doğrudan etkilemektedir (yurtiçi tasarruf artışları, sermayenin maliyetinde düşme, gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere teknoloji transferi ve yurtiçi finansal sektörün gelişmesi). Bazıları da dolaylı olarak büyümeye katkı sağlamaktadır. Bunların içinde daha iyi risk yönetimi sayesinde üretimde uzmanlaşma, makroekonomik politikalarda düzelmeler, rekabet baskısı sebebiyle kurum ve kuruluşlar üzerinde teşvik unsuru olma veya liberalizasyonun “disiplin etkisi” olarak sayılabilir. Finansal liberalizasyon bu kanallar aracılığıyla ekonomik büyümeye katkı sağlayabilmektedir. Finansal açıklık ve ticarete açıklığın getireceği etkiyi ekonomik büyüme üzerindeki pozitif artışlar oluşturmaktadır (Prasad ve Diğerleri, 2003: 2-3).

Global ölçekte dünya ülkelerinin büyüme oranlarına baktığımızda 1988’in ilk dönemlerinden beri gelişmiş ülkelerdeki büyüme oranları, gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarını hep geride bırakmıştır. Nitekim konjonktür el bazda yaşanan olumsuzluklar aynı derecede olmasa da çoğu ülke ekonomisi üzerinde etkili olmuştur. 1997’nin ortalarında yaşanan Asya krizi de dünya ekonomisinde gerilemelere neden olmuş, 1998’in tümünde yansımalar oluşturmuştur. Dünya üretim artışı 1997’de % 3.3’den 1998’de % 2.0’a düşmüş ve bu yavaşlama Tablo 1’de gösterilen bölge ve ekonomik grupların neredeyse tümünü etkilemiştir. Ancak bu durumlardan en çok etkilenen gelişmekte olan ülkeler olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme oranları; ticari mal fiyatları, sermaye girişleri, finansman maliyetleri ve ticaret üzerindeki krizlerin etkileri nedeniyle oldukça gerilemiştir (Unctad, 1999: 3).

Bu dönemde Latin Amerika 1997’deki en yüksek seviyesiyle % 5.4’lük bir oranda büyüme sağlamış, ancak konjonktür el olumsuzluklar Latin Amerika ekonomisinde zayıflamalara neden olmuştur. 1998 yılı Asya’daki gelişmekte olan ekonomiler için çok zor bir yıl olmuştur. Asya’daki GOÜ’ in tümüne bakıldığında büyüme oranları oldukça yavaş bir düzeyde kalmış, 1997’de % 5.8’den % 1.6’lara inmiş ve 1990’ların ilk dönemlerine karşılık Latin Amerika veya Afrika’dan daha düşük düzeyde kalmıştır (Unctad, 1999: 8-11).

Tablo: 1. Dünya Üretim Artışı, 1991-2007¹

(yıllık % değişim)

Bölge/Ülke	1991-2000 ²	2001	2002	2003	2004	2005	2006 ³	2007 ⁴
Dünya	2.9	1.5	1.8	2.6	4.1	3.4	4.0	3.4
Gelişmiş Ülkeler	2.5	1.1	1.2	1.8	3.1	2.4	3.0	2.4
Bunlardan:								
Japonya	1.1	0.2	0.3	1.4	2.7	1.9	2.2	2.3
Amerika Birleşik Devletleri	3.5	0.8	1.6	2.5	3.9	3.2	3.3	2.0
Avrupa Birliği	2.2	1.9	0.9	0.8	2.0	1.3	2.8	2.6
Bunlardan:								
Euro Bölgesi	2.1	1.9	0.9	0.8	2.0	1.3	2.8	2.6
Fransa	2.0	1.9	1.0	1.1	2.3	1.2	2.2	2.0
Almanya	1.8	1.2	-0.0	-0.2	1.3	0.9	2.8	2.8
İtalya	1.5	1.8	0.3	0.0	1.1	-0.0	1.9	1.9
Birleşik Krallık	2.7	2.4	2.1	2.7	3.3	1.9	2.8	2.7
Güney-Doğu Avrupa ve BDT	-4.2	5.9	5.2	7.1	7.7	6.4	7.5	7.0
Güney-Doğu Avrupa ⁵	-0.9	4.8	4.7	4.3	6.2	4.7	6.2	5.6
BDT	-5.0	6.2	5.4	7.8	8.1	6.8	7.7	7.3
Bunlardan:								
Rusya Federasyonu	-4.7	5.1	4.7	7.3	7.2	6.4	6.7	6.4
Gelişmekte Olan Ülkeler	5.0	2.6	3.8	5.1	7.1	6.5	6.9	6.4
Afrika	2.7	3.7	3.4	4.9	5.3	5.3	5.6	6.0
Kuzey Afrika (Sudan hariç)	3.2	3.9	3.4	5.3	5.0	4.5	5.7	5.9
Sub-Saharan Afrika(GüneyAfrika harç)	2.6	4.1	3.4	5.5	5.8	6.2	5.8	6.8
Güney Afrika	2.1	2.7	3.6	3.1	4.8	5.1	5.0	4.8
Latin Amerika ve Karayip	3.2	0.3	-1.5	2.4	7.4	5.4	5.8	5.5
Karayip	1.8	0.5	2.5	2.7	3.7	6.9	8.5	6.2
Orta Amerika (Meksika hariç)	4.5	1.7	2.4	3.6	4.0	4.5	6.0	4.6
Meksika	3.1	-0.0	0.8	1.4	4.2	3.0	4.8	2.5
Güney Amerika	3.3	0.3	-1.5	2.4	7.4	5.4	5.8	5.5
Bunlardan:								
Brezilya	2.9	1.3	2.7	1.1	5.7	2.9	3.7	4.5
Asya	6.5	3.5	5.9	6.5	7.8	7.4	7.6	7.2
Doğu Asya	8.5	5.0	7.3	6.9	8.2	7.8	8.4	8.0
Bunlardan:								
Çin	12.4	8.3	9.1	10.0	10.1	10.2	10.7	10.5
Güney Asya	5.3	4.4	4.7	7.0	7.7	8.0	7.9	7.5
Bunlardan:								
Hindistan	6.0	5.0	4.0	7.1	8.5	9.2	9.2	8.5
Güney-Doğu Asya	5.1	2.1	4.8	5.4	6.6	5.7	6.0	5.7
Batı Asya	3.9	-0.9	3.5	5.4	7.8	6.9	5.5	5.2

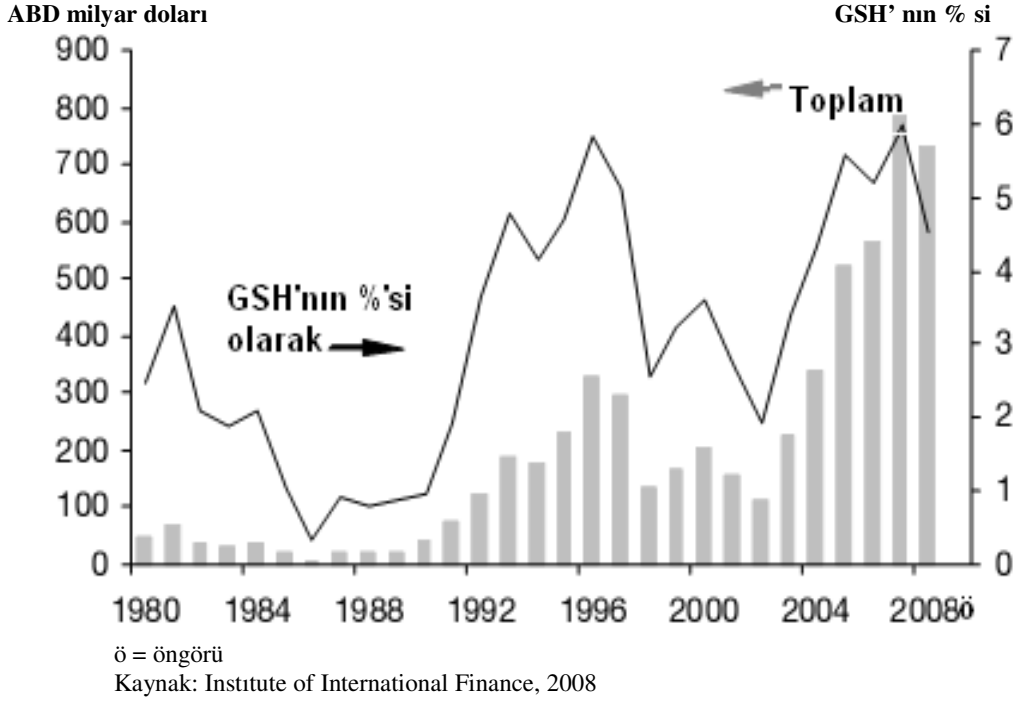
Kaynak: Unctad, 1999 and Unctad, 2007; Trade and Development Report.

¹ Hesaplamalar GSH üzerinde sabit 2000 dolar temellidir.²Ortalama³ Başlangıç tahmini⁴ Öngörü⁵ Arnavutluk, Bosna ve Bosna Hersek, Bulgaristan, Hırvatistan, Romanya, Sırbistan ve Karadağ, ve Makedonya'nın ilk Yugoslav Cumhuriyeti.

2006 yılında en az gelişmiş ülkelerde ekonomik büyüme, önceki son üç yılı aşmıştır. Bu sağlam global ekonomik yapının büyük bir parçasını Avrupa'daki ülkeler oluşturmaktadır. Durgun yurtiçi talep için tüm genişlemelerini sürdüren ABD ekonomisi, daha hızlı ihracat artışına bağlı olarak, dış açığında azalmalar sağlayarak dengeye gelmiştir. Japonya'da ise sağlanan daha hızlı ekonomik büyüme, daha zayıf yurtiçi talebe rağmen dış fazlalıklarının genişlemesinde ki yansımalarla başarılımıştır. Yine Çin ve Hindistan'da da ticaret artışı ve göze çarpıcı gelen ekonomik yükselme de bu tablonun şekillenmesini sağlamıştır (WTO, 2007a: 1). Ayrıca en önemli yatırım ortamı global olarak 2006'daki doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) keskin bir şekilde artış göstermiştir. DYY' nin global olarak artması kısmen yüksek düzeyde tahvil yatırımları, kazanılan eylemler ve şirket birleşmelerinin artmasına bağlanabilmektedir (WTO, 2007a: 1-2).

Global olarak Gayri Safi Hasıla (GSH)'da artışlar, döviz kuru piyasasında ölçülmüş 2006'daki yüzde 4 ile karşılaştırıldığında, 2007'de yüzde 3.4'lük bir büyüme oluşmuştur. Bu yavaşlamanın en büyük nedenleri ABD ekonomisinin ve diğer bölgelerin –gelişmekte olan ülkeler ve geçiş ekonomilerini içeren- GSH artış oranlarında bir yavaşlamanın olması, bunların Tablo 1'de gösterildiği gibi 2006'dan daha az veya çok geri kalmasıyla açıklanabilmektedir (Unctad, 2007b: 2). ABD faiz oranlarının hızla düşmesi dolaşan sermayenin ABD'den çıkıp daha kazançlı piyasalara yönelmesine ki bunların içinde çoğu yükselen piyasaların olduğu ekonomilere yönelmesine sebep olmuştur (IIF, 2008: 1).

Grafik: 3'te yükselen ekonomilere yönelik net özel sermaye akımları gösterilmektedir. Net sermaye girişleri, daha önceleri 1996'da en yüksek seviyesi ile, Grafik: 3'te 30 ülke örneği üzerinde nominal GSH' nin hızlı bir şekilde yükselmesinin bir payı olarak belirtildiğinde 2007'de yeni bir zirve ile girişler hızla artmıştır. Yükselen piyasa ekonomileri için (GSH' nin bir payı olarak belirlenmiş) net özel sermaye akımları ve global büyüme arasındaki korelasyon şaşırtıcı olmamakta ve 2008 için beklenen global büyümedeki yavaşlama (gelişmekte olan piyasaların büyümelerine rağmen gelişmiş ekonomilerde büyüme ile ilgili iyi durumun kesilmesinde) net sermaye girişleriyle ilgili öngörüdeki (GSH ile ilgili) azalmalarla tutarlılık göstermektedir (IIF, 2008: 1-2).



Grafik: 3. Yükselen Piyasalara Net Özel Sermaye Akımları

2.2. Sermayen Akımları ve İhracat

Dünya ekonomisinin sağlam performansına paralel olarak dünya ticareti de son yıllarda güçlü bir şekilde büyümüştür. Toplam ticari mal ihracatındaki artışlar da konjonktür el anlamında yaşanan iyimser havanın etkisiyle gelişme kat etmiştir. 1990'lı yıllarda finansal liberalleşme politikalarının hızla yaygınlık kazanması, yatırım amaçlı sermayenin ülkelere girişini arttırmıştır. Bu durum sermaye ihtiyacı duyan ülkelerde yatırım ve üretimi hızlandırarak ülkeler arası ticareti de hareketlendirmiştir.

1997'nin ortalarında başlayan Asya krizinin neden olduğu dünya ekonomisindeki gerilemelerin 1998'de de yansımaları devam etmiştir. Dünya ticaret hacmindeki artış gerilemiştir. Bu durum dünya ticaret hacminde yalnızca bir değer düşüşüyle kalmamış, ithalat ve ihracattaki düşüşlerle 1982'den beri oluşan en sert gerileme olmuştur. Avrupa Birliği yalnızca büyük bölgelerde ihracat hacminde artış kaydederken Japonya'da % 8'lik bir düşüş kaydedilmiştir. 1997'de ve 1998'in büyük bir bölümünde doların değer kazanması, mal fiyatlarında (petrol dahil) düşüşlerle birleşince 1991'den 90'lı yılların sonuna kadar ki dönemde ilk defa gelişmekte olan ülkelerin ihracat kazanımlarının dolar değerinde bir düşüşe yol açmıştır. 1990'lı yılların sonlarında gelişmekte olan Asya'yı bir bütün olarak

değerlendirdiğimizde ihracatın dolar değerindeki düşüşler nedeniyle % 5.2'lik bir oranla ihracat kazançları bir bütün olarak düşüş göstermiştir. Benzer şekilde Latin Amerika % 4, Afrika'da % 1.3 'lük bir ihracat düşüşü olmuştur. 1999 için ve 1998'in ikinci yarısında Geçiş ekonomileri ve Gelişmekte Olan ülkeler için özel sermaye girişlerinin, Rusya krizinin akabinde önemli düzeyde düştüğü gözlemlenmiştir. Bu sermaye potansiyelinde koşullardan en az doğrudan yabancı yatırımlar etkilenmiştir (Unctad, 1999: 23-27).

Tablo: 2. Ekonomik Grup ve Bölgelerde İhracat

(önceki yıl üzerinden % değişim)

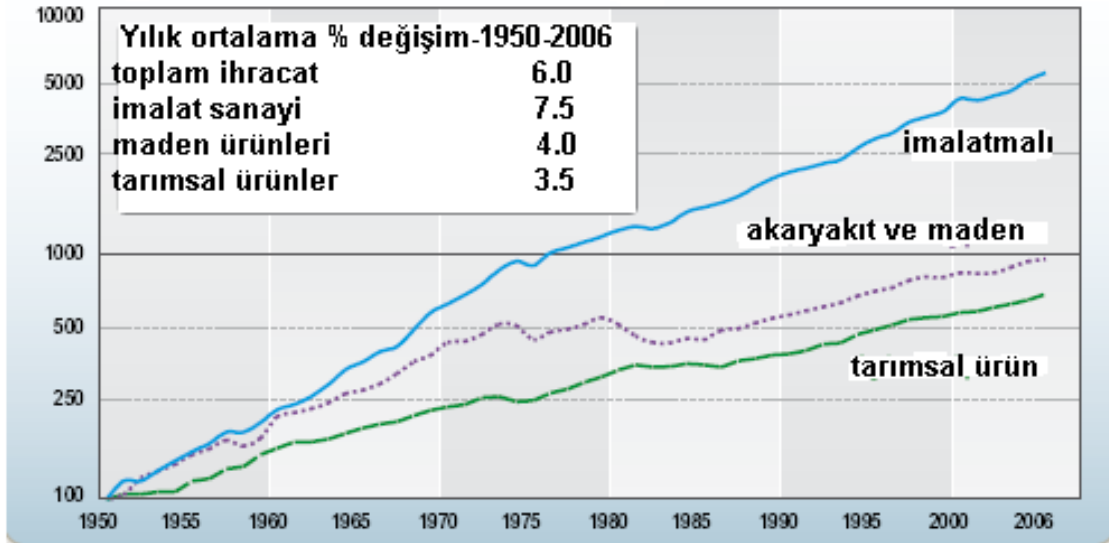
Bölge/Ülke	1990-95 ^a	1998	2001	2003	2004	2005	2006
Dünya	6.0	3.5	-1	6	11	5	8
Gelişmiş Ülkeler	5.3	3.4	-1	3	9	5	9
Japonya	1.5	-1.5	-8	9	13	5	9
ABD	6.4	2.4	-6	3	9	7	10
Avrupa Birliği	5.5	5.0	1	3	9	5	9
Gelişmekte Olan Ülkeler	9.0	3.4	-1	12	17	6	9
Bunlardan:							
Afrika	0.6	-1.3	1	12	17	6	9
Latin Amerika	8.0	6.5	2	4	9	5	4
Çin	17.2	3.6	8	34	32	26	25

^a Yıllık ortalama

Kaynak: Unctad, 1999 and Unctad, 2007; Trade and Development Report.

Tablo: 2'deki değerlerden de görüldüğü gibi dünya ekonomisinin etkin performansına paralel bir şekilde dünya ticaret hacmi de genişlemektedir. 2006'ya baktığımızda ihracat artışı (miktar olarak) gelişmekte olan bölgeler arasındaki farklılıklara rağmen, gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler arasında benzer bir dağılım göstermiştir. Gelişmiş ülkeler daha yüksek ihracat gelirlerinin bir sonucu olarak ticari mal ihraç eden ülkelerin talep artışından faydalanmaktadırlar. Özellikle Avrupa Birliği, Batı Asya ve BDT'de petrol ihraç eden ülkelerin artan satışlarından yararlanmakta ve ayrıca sermaye malı ihraç eden ülkeler diğer gelişmekte olan ülkelere yatırımların artmasından kazanç sağlamaktadırlar. Gelişmekte olan ülkeler ve geçiş ekonomilerinde üretimdeki artışlar ihracat gelirlerindeki artışlarla canlılık kazanmışlardır. Global ihracata gelişmekte olan ülkelerin katılımlarının bir sonucu olarak, bu ülkelerin ihracat değeri 2000' de % 32'den 2006'da % 37'ye çıkmıştır (Unctad, 2007b: 5-6).

Zambia’da bakır üretimi ve ihracatı 1990’nın sonlarından bu yana önemli düzeyde artış göstermiştir. Bu gelişme, ülkede artan doğrudan yabancı yatırımların doğrudan bir sonucu olmakla beraber sanayinin gelişimiyle ilişkilidir. Gana’da altın ihracatındaki artış büyük ölçüde DYY’nin ülkeye girişinin artmasından sonra hız kazanmış ve ülkenin toplam ihracatının %37’sine varmıştır. DYY Peru’nun ihracat performansının yükselmesinde de çok büyük rol oynamıştır. Metalik mineral ihracatı 1990 ve 2006 arası dönemde % 42’den % 62’ye yükselmiş, toplam ihracata katılımı 1,5 milyar dolardan 15 milyar dolara çıkmıştır. İmalat mallarının ihracatı ile karşılaştırıldığında, üretimin faaliyet alanı genişliği ve gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların katkıları olabilmektedir. İmalat mallarının ihracatındaki gelişmelerde ise ihracat gelirleri kadar öğrenme potansiyelinde de önemli ölçüde artışlar olabilmektedir (Unctad, 2007a: 136).



Kaynak: WTO, 2007b: International Trade Statistics 2007.

Grafik: 4. Temel Üretim Gruplarıyla Ticari Mallarda Dünya Ticaret Hacmi, 1950-2006

Doğrudan yabancı yatırımlar ülke ekonomisinde bilgi birikimine katkı sağlayarak taşmalar oluşturmaktadır (knowledge effects). Grafik: 4’ten de görülebileceği gibi imalat sanayi sektörü iç ve dış etkilerin birleşimiyle üretimde ve ihracatta daha hızlı gelişme kat etmiştir (Unctad, 2007a: 136). İmalat sanayi 2006’da yüzde 10’luk sabit fiyat artışlarıyla en dinamik grup olmuştur. 1950’li yılların ilk dönemlerinden beri imalat sanayi ticaret hacmi diğer ürünlerden daha iyi performans göstermekte, tarım ürünleri ile akaryakıt ve maden ürünlerinde artışlar sırasıyla yüzde 3.5 ve yüzde 4 iken imalat sanayi ticaret hacmi ortalama yıllık oranı yüzde 7.5 büyümeye göstermiştir (WTO, 2007b: 2). Bu gelişmeler DYY’ nin

artmasıyla paralellik gösterirken global ekonomideki ılımlı gelişmelerin oluşturduğu serbest ortamla daha da belirginleşmiştir.

Doğrudan yabancı yatırımların üretkenlik artışı yaratması, ihracatçı yatırımcıların ulusal piyasalarla uyumlu üretim gerçekleştirmeleriyle yakın ilişkilidir. Ancak farklı ülkelerde ve farklı zaman aralıklarında değişik sonuçlar da çıkabilmektedir. Önemli olan durum firmaların uluslararası aktiviteleri ile üretkenlik arasındaki ilişkinin önemidir. Çünkü bu üretkenlikte ihracatçı yatırımcıların oynadığı rol, doğrudan yabancı yatırımlar ve ticaret aracılığıyla büyüme üzerinde bir bağ oluşturmaktadır (Wagner, 2005: 5-6).

2.3. Sermaye Akımları ve İthalat

Uluslararası sermaye hareketlerinin liberalizasyonuna gidilmesiyle, finansal serbestleşmenin ticaret dengeleri üzerinde oluşturacağı etkilerin de önemi artmış, bu bağlamda korumacı mı? yoksa serbest politikaların mı? izlenmesi gerektiği çokça tartışılmıştır.

Dış ticarete korumacı politikaların ekonomide etkinliği azaltması ve kaynak israfına yol açması bunun yanı sıra monopolcü eğilimleri arttırması gibi sakıncaları bulunurken, serbest politikaların izlenmesi ithal malların kullanımını arttırarak yurtiçi üretimin dünya piyasaları ile rekabet etmesini sağlaması, üretim düzeyinde ve etkinlikte artışlar oluşturması gibi faydaları bulunmaktadır. Dış ticarete koruma, genellikle tüketicilerin korunan maldan daha yüksek fiyat ödeyerek daha düşük miktarda satın almasına neden olur. Bu nedenle liberalizasyonla birlikte tüketicilerin bu tür malları daha ucuz ve daha çok miktarda almasının tüketim refahını arttıracacağı belirtilmiştir. Sermaye hareketlerinin liberalizasyonu sonucu sağlanacak sermaye girişi ithalatı daha fazla olanaklı kılacak ve rekabet etkisiyle maliyetlerin düşmesini sağlayacaktır (Kızılırmak Üçkaya, 1996: 19-22).

Diğer taraftan ülkelere hızlı sermaye giriş/çıkışları döviz kurları ve faiz oranları üzerinde etkili olmakta, ekonomide bazı sorunlara neden olabilmektedir. Sermaye girişlerinin hızlanması döviz kuru istikrarsızlığına ve ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olmaktadır. Bu durumda ithal malları ucuzlamakta, ihracatta azalışlar olmakta ve yurtiçi üretimde gerilemeler meydana gelebilmektedir. Böyle bir gelişme parasal borçları arttıracak, cari işlem açıklarını büyütecektir (Tarı ve Kumcu, 2005:158). Ödemeler dengesinde ihracatın

ithalatı karşılama düzeyi sağlanabildiği sürece sorun olmamakta ve bu durum ekonomik işleyişin görünümünü yansıtmaktadır.

Asya krizinin çıktığı dönemde, dolardaki sağlamlık ve ticari mal fiyatlarının düşmesi, fiyatlara kolayca baskı yapmış ve daha yüksek satın alma gücü oluşturarak ABD’de büyümeye katkıda bulunmuştur. Bu faktörler, gelişmekte olan ülkelerde ters etkilere neden olmuştur. Böylece, gelişmiş ülkelerde büyüme üzerinde Asya krizinin ters etkisini önceden öngörmenin yükünü, gerçekte gelişmekte olan ülkeler taşımışlardır. Özellikle Latin Amerika’da büyüme oranları 1997’de yüzde 5.4’den 1998’de yüzde 2.1’e düşmüştür. Sermaye girişlerinin azalması ve ticaretin düşme ifadelerinin birlikteliği, dünya talep koşullarının zayıfladığı belli zamanlarda düzenleyici yurtiçi politikalar gerektirmektedir. Geçiş ekonomileri –yıllar sonra ilk kez- 1997’de yüzde 1.4’lük bir üretim artışından sonra 1998’de yüzde 1.3’lük bir üretim seviyesiyle Asya krizinin etkilerinden kaçamamışlardır. Dünya ticaretinde görülen yavaşlamalar tüm bölgelerde ithalat hacmindeki artışları da yavaşlatmıştır. Tablo: 3’ten de görüldüğü gibi özellikle gelişmekte olan ülkelerde sert bir şekilde ve Asya’da keskin bir düşüş göstermiş, ancak Avrupa Birliği’nde durumlar biraz daha farklılık göstermiştir. Gelişmiş ülkeler arasında, ithalat artışı özellikle ABD’de önceki yılların büyüklüğünden daha hafif bir oranda devam etmesine karşılık Japonya’da mutlak bir düşüş göstermiştir (Unctad, 1999: 23-25).

Tablo: 3. Ekonomik Grup ve Bölgelerde İthalat

(önceki yıl üzerinden yüzde değişim)

Bölge/Ülke	1990-95 ^a	1998	2001	2003	2004	2005	2006
Dünya	6.5	4.0	-1	7	12	6	7
Gelişmiş Ülkeler	5.6	7.4	-1	5	9	6	6
Bunlardan:							
Japonya	6.5	-5.5	1	6	6	2	2
ABD	6.9	10.9	-3	5	11	6	6
Avrupa Birliği	4.5	7.5	1	5	9	6	7
Gelişmekte Olan Ülkeler	10.1	-4.5	-1	12	19	7	10
Bunlardan:							
Afrika	3.5	0.6	7	7	14	10	5
Latin Amerika	12.0	9.5	0	1	14	8	12
Çin	17.9	3.6	13	34	25	8	13

^a Yıllık ortalama

Kaynak: Unctad, 1999 and Unctad, 2007; Trade and Development Report.

Doğu ve Güney Asya'nın 2000'li yıllarda ihracat performansındaki artışlar, global talep artışlarının bir sonucu olmakta, ve aynı zamanda imalat sanayide bölgeler içi ticaretin yüksek seviyelerde olmasından kaynaklanmaktadır. Bu ülkelerde, ihracat (miktar olarak) artışı önemli ölçüde ithalattaki artışı aşmaya devam etmiştir. Ayrıca Avrupa Birliği ile daha büyük entegrasyon, Doğu-Güney Avrupa'daki ticaret hacmini arttırmasını sağlamıştır. İthalat artışı Güney-Doğu Avrupa'da ekonomik büyümenin desteklenmesinin bir sonucu olarak ihracattaki artışlardan daha yüksek düzeyde olmuştur (Unctad, 2007b: 5).

2.4. Sermaye Akımları ve Sermaye Piyasaları

Uluslararası sermaye hareketliliğinin artışından etkilenen bir diğer faktör de sermaye piyasalarıdır. Sermaye piyasaları ile sınır ötesi finansal akımlar aracılığıyla global bağlantılarda artışlar oluşabilmektedir. Finansal entegrasyon, her ülkenin uluslararası sermaye piyasaları aracılığıyla bu zincir halkalarına bağlanmasıyla gerçekleşmektedir (Prasad ve Diğerleri, 2003: 2). Böylece ekonomilerde serbestleşme ve dışa açılma eğilimleri sonucu uluslararası ticaret hızla büyümekte, bu da uluslararası bütünleşmeleri hızlandırmakta ve böylece küresel piyasaların oluşmasına zemin hazırlamış olmaktadır (Atalay ve Turhan, 2001: 78)

Ülke ekonomilerine yüksek miktarda sermaye girişlerinin olması finansal piyasaların yoğunlaşmasına neden olur. Finansal piyasaların gelişmekte olan ülkelerde yeterince derinleşmemiş olması durumunda yüksek miktarda fon girişleri ekonomi üzerinde olumsuz sonuçlar oluşturabilmektedir. Sermaye girişi özellikle spekülative amaçlı gerçekleşiyorsa, ekonomide oluşturacağı hareketlilikle, bazı ülkeler için olası bir finansal krizin ilk adımını teşkil edebilmektedir. Faiz farklılıklarından oluşan kısa dönem karlılık amaçlı dolaşan spekülative sermaye, menkul varlıkların değerleri üzerinde yapay dalgalanmalar ve suni fiyat artışları (financial bubbles) yaratmaktadır (Kaya, 1998:39).

Globalizasyonun etkisiyle finansal piyasalarını uluslararası rekabete açan gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarında artışlar olmuştur. Finansal sektörlerini liberalize etmek için çeşitli reformlar yapılmış, yabancı sermayenin ülkeye girişi önündeki engeller kaldırılmıştır. Ancak bazı gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sisteminin sağlam bir yönetim ve denetim kurallarından yoksunluğu, sermaye piyasası işlemlerinin sadece yüksek değerlerde olmasına neden olmaz aynı zamanda bu ülkelerin çevrelerinde daha fazla oynaklıklara da yol açar. Ne zaman ki sermaye akımlarında, yatırımlarda beklenmedik şekilde ve yüksek düzeyde geri

çekilmeler gerçekleşirse bu gelişmeler bir krizi derinleştirmekte veya hızlandırabilmektedir (Celine, 2002: 4).

Özel sermaye piyasaları (bankalar, sigorta şirketleri gibi yatırımcı kuruluşlar, emeklilik fonu ve yatırım fonları) daha gelişmiş GOÜ’ de doğrudan yatırımcılardan başka genellikle “yükselen piyasalar” olarak bilinen daha sağlam ülkelerde tercih konusu olmaktadır. Bu sadece sınırlı sayıda bazı ülkelerin yerel menkul kıymet piyasaları aracılığıyla daha fazla yatırım sağlamak için özel sektöre açmış oldukları kanallardır. Bir diğer yatırım aracı olarak tahviller de yine sınırlı sayıda ülkeye resmi ve özel borçlar için ihraç edilerek bu ülkelerde daha büyük tahvil piyasaları gerektirebilmektedirler. Bu tür yatırımlar için çok sınırlı sayıda düşük gelirli ülke piyasaları tercih konusu olmakta iken, hisse senedi ve tahvil piyasaları finansal krizlerde bulaşmanın asıl kanalını teşkil etmektedirler (Stallings, 2001: 24).

Bu çerçevede sabit-gelirli piyasalar kredi risklerine karşılık büyük ölçüde bozulmaktadır. Aynı zamanda ABD para politikası da yüksek kazanç sağlayan piyasaları yansıtmakta bu etkilerini varlık fiyatları üzerinde göstermektedir (Mathieson and Schinasi, 2001: 4). ABD faiz oranlarında oluşabilecek keskin bir düşüş, sermayenin ABD’den çıkarak daha yüksek kazanç sağlayabileceği ve aralarında çoğu yükselen piyasaların bulunduğu başka piyasalara akmasına neden olur (IIF, 2008: 2).

Sermaye hesaplarının liberalleşmesi ve menkul kıymet piyasalarına bağımlılık artışının yaygınlaşması, bu yatırılabilir fonları ülke ve bölge genişliğinde risk ve fırsatların değişimine karşılık olarak arttırmaktadır. Çünkü global yatırım portföy büyüklüğünün, küçük portföy ayarlamalarına uygunluğu, sermaye akımlarında oynaklık durumu ve büyüklük ile ilişkilendirilebilmektedir (Mathieson and Schinasi, 2001: 4).

Hisse senedi fiyatlarının genellikle firmaların üretkenlik ve karlılık gibi çeşitli performans kriterleriyle uyumlu olarak hareket etmesi istenmektedir. İyi işleyen bir sermaye piyasasına sahip bir ülkenin ekonomik gelişme sürecinde tasarruflarını arttırarak, kaynak dağılımında da etkinlik kazanması ve bu durumun fiyatlama sürecine yansımaları istenen bir durum olmaktadır. Diğer taraftan yabancı yatırımlar büyük ölçüde kurlardaki hareketlere bağlı olarak geliştiği için, piyasalardaki dalgalanmalara karşı oldukça duyarlı olmaktadır. Dış ticaret hadlerinin bozulması gibi bir gelişme paranın değerinde aşınmalara yol açtığından hisse senedi fiyatları düşer ve sermaye çıkışı yaşanır. Sermaye piyasalarında fiyatların yükseleceği beklentilerinin oluşması ise, kurun değer kazanmasına neden olmakta ve sermaye

girişini gerçekleştirmektedir. Tam tersi piyasada fiyatların düşeceği beklentileri oluşmuşsa, sermaye çıkışları başlayacak bu durum parasal hacmin daralmasıyla başlayan bir finansal krize doğru giden gelişmeleri beraberinde getirebilmektedir (Kaya, 1998: 40).

Doğrudan yabancı yatırımların da giriş yaptıkları ülke ekonomilerinde farklı sonuçları olabilmektedir. Her şeyden önce sermayenin yöneldiği ülkenin piyasasında altyapı ve katılık (rigidity) mal piyasaları üzerindeki düşüşlere neden olabilmektedir. Daha da ötesi DYY' yi geliştirmekte olan ülkelere yönlendiren etkenler o ülkenin ihracat düzeyine etki edebilmektedir. Eğer DYY' yi yönlendiren etken, o ülkenin yerli piyasasını ele geçirmek ve piyasaya hakim olma güdüsü ise, bu durum o ülkenin ihracat düzeyine de büyümesine de olumlu bir katkı sağlamayacaktır. Eğer DYY, ucuz emek sahibi ülkelerin bu avantajlarını üstlenerek ihracat piyasasını harekete geçirme güdüsüyle hareket ediyorsa bu durum o ülkenin ihracatı üzerine de büyüme seviyesine de katkı sağlayacak, piyasalara olumlu beklentiler katacaktır (Bhanu and Usha, 2005: 6).

Finansal liberalleşme, finansal aktivitelerin farklı türleri arasında ayrılıklaşan ve finansal şirket topluluklarına doğru yönelen ki bunlardan ticaret bankacılığı, yatırım bankacılığı ve sigorta vd. içeren, etkili organize edilmiş finansal idarenin çoğu hakkında tartışmalara neden olmuştur. Bu bağlamda finansal istikrar ve para politikası araçları arasındaki uyumsuzluğun yönetiminde de bağımsız idarenin olması gerektiği belirtilmektedir. Finansal topluluklar bankalardan, menkul değer firmalarından, sigorta şirketlerinden ve ayrıca acentelerden oluşabilmektedir (Mathieson and Schinasi, 2001: 36).

III. BÖLÜM

1. TÜRKİYE'YE YÖNELİK SERMAYE AKIMLARI

Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin tarihine baktığımızda, gelişmelerin Osmanlı İmparatorluğu'na kadar ki dönemlerde de etkili olduğunu görebiliriz. Bu çerçevede ilk öne çıkan gelişme olarak 1838 yılında Balta Limanı Antlaşması ile başta İngiltere olmak üzere zamanla Avrupa'nın diğer ülkelerine tanınan ticaret imtiyazları (kapitülasyonlar), bir taraftan Osmanlı İmparatorluğu'nun hızlı bir şekilde liberalleşmesine ve dış ticaretinin de hızla büyümesine yol açarken, diğer taraftan Batı Avrupa sermayesinin ülkeye yaptığı doğrudan yatırımlarla öne çıkmasına sebep olmuştur. Ancak dışardan gelen yabancı yatırımların tarihi 18.yy'nin ilk yarısına kadar inebilmektedir (Yavan, 2004: 54).

Balkan ve I. Dünya savaşları sonrası yıkılan Osmanlı İmparatorluğu'nun ardından kurulan Türkiye Cumhuriyeti'nin devlet yöneticileri için mali ve ekonomik bağımsızlık, en az siyasal bağımsızlık kadar önemli olmuştur. Çünkü, çöküş dönemindeki İmparatorluğun bağımsız bir dış ticaret politikasından yoksun kalması ülkeyi, dünya ülkelerine açık bir pazar konumuna getirmiş, bu olumsuz durum Cumhuriyet'in ilk dönemlerinde uygulanan sanayileşme politikalarını büyük ölçüde etkilemiştir. Bu bağlamda uygulanan politikalarda, ülkede temel ihtiyaç maddelerinin üretimi ve alt yapı yatırımlarında kendine yeterlilik ilkesi esas alınmış ve uygulamanın ön şartı olarak da bağımsız bir dış ticaret politikası ön görülmüştür (Kılıçoğlu, 1998: 68). Ancak Türkiye'nin 1923-1929 döneminde İzmir İktisat Kongresi kararlarının ışığında büyük ölçüde liberal bir iktisat politikası izlenmiş, ülkeye bu dönemde önemli miktarda yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir (Yavan, 2004: 58).

Daha sonraları izlenen korumacı politikalar, gümrük vergilerindeki artışlarla desteklenmiş ve 1929-1932 ve 1933-1939 dönemlerinde (devletçilik politikasının da etkisiyle) yabancı yatırımların gelmesi sınırlı bir düzeyde olmuştur (Saatçioğlu, 2007: 2). Yine bu çerçevede 1930 yılında çıkarılan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 1567 sayılı

kanun da daha sonraki yıllarda kararnamelerle desteklenerek yabancı sermayeli şirketler için caydırıcı bir mevzuat haline gelmiştir (Kılıçoğlu, 1998: 69). 1929'da ulusal bir gümrük tarifesi uygulamasıyla yerli sanayinin korunması amacı ve "Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun" ile döviz işlemlerine sert ve sıkı kontroller getirilerek kambiyo denetim mekanizması oluşturulmuştur. Bu yasa ile hükümete, gerek duyulduğu durumlarda korumaya ilişkin acil önlem alabilme yetkisi verilerek, ithalat yasakları konulmuş ve ithalatta daha çok bağlı ticaret türü olan takas ve kliring rejimleri benimsenmiştir (Eren, 1989: 250).

Kısacası 1923'den 1940'lı yılların sonlarına dek Türkiye ekonomisinin uluslararası finansman ilişkileri son derece sınırlı seviyelerde gerçekleşmiştir. Yabancı sermaye yatırımlarının engellenmesi ve millileştirme politikaları çok önemli kısıtlar oluşturmuştur (Bal, 2001: 202).

Ancak alınan bu tür önlemler Cumhuriyetin ilk yıllarında yabancı sermayeye karşı katı, olumsuz bir tavır oluşturmamıştır. Erzurum Kongresi kararlarının yedinci maddesinde *"herhangi bir devletin fenni, sınai, iktisadi yardımını memnuniyetle karşılarız"* hükmü yer alırken İzmir İktisat Kongresi'nin açış konuşmasında Atatürk *"Ekonomi alanında düşünür ve konuşurken zannolunmasın ki yabancı sermayeye karşıyız. Bizim memleketimiz geniştir. Çok emek ve sermayeye ihtiyacımız vardır. Yabancı sermaye bizim emeğimize katkıda bulunsun ve bizimle onlar için yararlı sonuçlar versin"* diyerek yabancı sermayenin ülke ekonomisi için tamamen istenmeyen bir unsur olmadığını belirtmiştir (Kılıçoğlu, 1998: 69).

II. Dünya Savaşı'ndan sonra dünya, iki kutuplu bir düzene ve yeni uluslararası kurumların rol aldığı bir şekle bürünmüştür. Bu gelişmelere Türkiye de yönelmeye başlamış, uluslararası finansman ilgisi artmıştır. Truman doktrini çerçevesinde uygulamaya konulan Marshall Planından yararlanma çabalarının yanı sıra, ikili ve çok yanlı finansman arayışları bu dönemde yoğunlaşmış ve önemli miktarlarda dış kredi teminine gidilmiştir (Bal, 2001: 202).

Böylece II. Dünya Savaşı sonrası iktisadi sahada işbirliğinin artmasından istifade edilmek amacıyla, ülkemizde de yabancı sermayeyi teşviki yoluna gidilmiştir. Önce 1 Mart 1950 tarih ve 5583 sayılı kanun oluşturulmuş, bunu 1 Ağustos 1951 tarih ve 5821 sayılı kanun takip etmiş daha sonra da 29 Ocak 1954 tarihinde 6224 sayılı kanun kabul edilmek suretiyle yurdumuza gelecek olan yabancı sermayeye çalışma imkanları yaratılmaya çalışılmıştır (Zarakolu, 1954: 5). Son haliyle Türkiye'de yabancı sermaye çekme yönündeki faaliyetler 1954'de kabul edilen 6224 sayılı "yabancı sermaye teşvik kanunu" ile daha resmi bir niteliğe

bürünmüştür (Karagöz, 2007: 4; Saatçioğlu, 2007: 4). Bu kanunla sanayi, enerji, madencilik, bayındırlık, ulaştırma ve turizm sektörleri yabancı sermayeye açılmıştır. Yasa ile yabancı sermayeli şirketlere toplam karlarının % 10'u transfer hakkı tanınmış olsa bile yine de istenen sonuçlar elde edilememiştir (Aslan, 2001: 72). Bu çerçevede, 1980 yılına kadar olan ki dönemde Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı yatırımlar bu kanun başta olmak üzere, 6326 sayılı petrol kanunu ve 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu ile üç kanun çerçevesinde düzenlenmiştir. 1954 yılında başlayan doğrudan yabancı yatırımları çekmeye yönelik liberalleşme çabalarında çeşitli yasalar ve düzenlemeler getirilmesine karşın genel olarak bu yatırımlara yönelik düzenlemelerin getirdiği zorluklar nedeniyle 1980 yılına kadar ki işleyen süreçte istenen düzeyde doğrudan yabancı yatırımlar ülkeye pek de çekilememiştir (Saatçioğlu, 2007: 2).

1950'den sonraki dönemde Türkiye'nin hızlı bir kalkınma ve sanayileşme çabasına girmesi, onu OECD ülkeleri içerisinde en yüksek kalkınma hızına ulaşan bir ülke olma konumuna getirmiştir. Ancak tüm bu çabalara rağmen istenilen düzeyde DYY çekilemediği ve hedeflenen düzeyde gelişmişlik ve sanayileşme hızının elde edilemediği görülür. Bu durumun asıl iki nedeni ise sermaye ve teknoloji birikiminin yetersizliği olmaktadır. Diğer taraftan uygulamaya konulan kanunların taşıdığı kısıtlayıcı unsurlar da yabancı sermaye için bazı engeller teşkil etmiştir (Aslan, 2001: 70).

1950'li yıllar bir bütün olarak önceki dönemle kıyaslandığında daha liberal bir programın izlenmeye çalışıldığı, ancak zaman zaman borç problemlerinin yaşandığı, borçlanmalar ve alınan özel kredi artışlarına paralel olarak yüksek oranlı büyüme hızlarının görüldüğü bir dönem olmuştur (Bal, 2001: 203-204). 1960'lı yıllar ise Türkiye ekonomisinde planlı dönem olarak adlandırılan ve yine ithal ikameci sanayileşme modelinin takip edildiği bir dönem olmuştur (Şahin, 2002: 137). 1950- 1977 yılları arasında Türkiye ekonomisi hızla büyümesini sürdürürken bu büyüme ekonomiye bazı maliyetler de yüklemiştir. Birincisi sürekli artan ve geri ödemesi zorlaşan borç yükü olurken, ikinci olarak ise uluslararası alanda rekabet gücü yetersiz olan bir sanayi sektörünün oluşturulmuş olmasıdır (Kılıçoğlu, 1998: 73). 1980'li yıllara kadar devlet-yabancı sermaye ilişkisi Maliye Bakanlığı, Ticaret Bakanlığı, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı ve Devlet Planlama Teşkilatı yabancı sermayeli kuruluşlar arasında gerçekleşmiştir. Ancak mevcut kurumsal düzenlemeler zaman zaman bazı sorunlara yol açmış, dönemin sonlarına doğru yabancı sermayeli şirketlerin şikayetleri daha da yoğunlaşmıştır. 1970'li yılların sonuna doğru daha sık duyulmaya başlanan bu şikayetler,

Türkiye’deki yabancı sermaye uygulamasının bir tıkanma noktasına geldiğini göstermiştir. 1970’li yıllar boyunca dış borçlanma ve işçi dövizlerine başvurmak suretiyle yürütülen ithal ikamesi politikası, bu kaynakların artık ihtiyaçlara cevap verememesi ve istenildiği gibi bir ihraç malı potansiyelinin yaratılamamasından dolayı 1978 yılında yürütülemez duruma gelmiş ve 24 Ocak 1980 kararlarıyla Türkiye’de uygulanan ekonomik politikaların kapsamlı bir biçimde değiştirilmesi gereği duyulmuştur (Aslan, 2001: 73-76).

24 Ocak 1980 Kararları ile üretim girdileri için rekabet ortamının oluşturulması ve kaynak kullanımının etkinleştirilmesi öngörülmüştür. Bu amaçla, ekonomi içinde kamunun payı azaltılarak özel kesim öne çıkarılmıştır. Dış ticaret serbestleştirilmiş, sermaye piyasası kurulmuş ve mali araçlarda da çeşitlendirmeler yapılmıştır. Kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi, bankacılık sektörünün rekabete açılması, pozitif reel faiz uygulamasına geçilmesi gibi yapısal ve kurumsal düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Bu düzenlemeler arasında; reel faiz uygulamasına geçilmesi, bankacılık sektör faaliyetlerinin yeniden düzenlenmesi ve sektörde faaliyet gösteren yabancı banka sayısının arttırılması, Sermaye Piyasası Kanununun çıkarılması, sermaye hareketlerinin aşama aşama serbestleştirilmesi, yeni finansal kurumlar ve araçlar oluşturulması, kamunun finansman ihtiyacının Merkez Bankası kaynakları yerine Hazine tarafından iç borçlanma yoluyla karşılanması, ihracata parasal teşvik uygulaması, ithalat kotalarının kaldırılarak ithalatın serbestleştirilmesi, yabancı sermaye girişinin kolaylaştırılması yönünde çalışmalar başlatılmış ve yine bu doğrultuda kalkınma planı hazırlanmıştır (Köse, 2002: 121).

Bu gelişmelere göre, daha önceki dönemlerde uluslararası finansmanın genel olarak sakınılması gereken ve ancak bir faktör olarak gören yaklaşım, yerini ekonomik gelişmenin biraz da zorunlu olarak vazgeçilmez bir unsuru olduğunun kabul edildiği anlayışa bırakmıştır (Bal, 2001: 206). Böylece Türkiye’de de diğer birçok GOÜ’ de olduğu gibi ithal ikameci politikalar terk edilerek, ihracata dayalı büyüme stratejisinin benimsendiği model uygulamaya konulmuştur. Gelişmiş bir mali sistem, ihracat artışı, büyüme ve ekonomik istikrar bu süreçte önemli hedefler olmuştur. 24 Ocak kararlarıyla önce mal piyasaları serbestleştirilmiş daha sonra yurtiçi mali piyasaları uluslararası mali piyasalara entegre kılmaya yönelik mevzuat değişiklikleri yapılmıştır. Sermaye hareketlerine serbestlik getiren bu süreç 1989-1990 döneminde tamamlanmıştır (Emil ve Vehbi, 2002: 3).

Diğer GOÜ’ lerde olduğu gibi Türkiye’de de yabancı sermaye çekme konusunda bazı düzenlemelere ihtiyaç duyulmuştur. Bu çerçevede ilk olarak 25 Ocak 1980 tarihinde

Başbakanlık' a bağlı Yabancı Sermaye Dairesi kurulmuş, daha sonra bu kuruluş DPT bünyesine alınmış, 1991 yılında Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü şeklinde Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na bağlanmıştır. 1994'ten sonra ise HM bünyesinde faaliyetini sürdürmüştür. 6224 sayılı yasa bağlamında 1980, 1984, 1986 ve 1995 yıllarında yapılan bazı değişikliklerle Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı daha liberal hale getirilmiştir. Bu kararın ülkenin ekonomik kalkınmasına yardımcı olması, Türk özel sektörüne açık faaliyet alanlarında çalışması, tekel oluşturmaması ve özel ayrıcalık sağlamaması koşuluyla, her türlü mal ve hizmet üretimine yönelik faaliyetler için yabancı sermayenin önü açılmıştır (Yavan, 2004: 62).

1989 yılında yürürlüğe konulan Türk Parasının Kıymetini Koruma hakkında 32 sayılı Kararla beraber yabancı sermayedeki hareketlilik daha çok portföy yatırımları ve kısa vadeli yatırımlarda görülmüştür. Bu tür yatırımlar, doğrudan yabancı yatırımlara göre çok daha yüksek seviyelere çıkmıştır. Ayrıca Türkiye'de kambiyo rejiminin serbestleşmesiyle beraber, tüm dünya ülkelerinde olduğu gibi, Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin türleri, boyutları ve sonuçları da değişmiştir. 1980 sonrası Türkiye'de sermaye hareketlerinin gelişimi dış ödemeler dengesine iki hususta etki etmiştir. İlk olarak sermaye hareketleri sayısal olarak artmış, ikicisi ise 1980 öncesinde olmayan, uygulama alanı bulunmayan sermaye giriş ve çıkış biçimleri kullanılmaya başlanmıştır. Türkiye'de ödemeler dengesinde kullanılan sermaye türleri (Kar ve Kara, 2003: 5):

- ✓ Doğrudan Yabancı Yatırımlar ,
- ✓ Portföy Yatırımları,
- ✓ Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri,
- ✓ Diğer Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri olarak sınıflandırabilir.

Türkiye ekonomisinde 1980'li yıllardan sonra makul bir genişleme yaşanmıştır. 1990'da talep kaynaklı bir canlanma olurken 1991 körfez krizinin getirdiği keskin bir daralmayla süreç devam etmiştir. 1989'da Türkiye'nin sermaye hesabında oluşturulan serbestleşme, yerli varlık piyasalarına kısa vadeli sermaye (sıcak para nitelikli) girişinin önünü açmıştır. Ayrıca 1990'lı yıllarda portföy yatırımlarında da dalgalanmalar yaşanmıştır. Kısa vadeli sermaye türlerinde görülen hareketliliği, uzun vadeli sermaye türünde görmek pek mümkün olmamış ve uzun vadeli yatırımların performansı son derece zayıf kalmıştır. Yapılan düzenlemelerle cari hesap ve sermaye hesabının tamamen serbestleştirilmesi ve finansal sektörde gerçekleştirilen reformlar, gelişmişliği ve derinliği artırırken, Türkiye'ye yönelen

sermaye girişleri oynak yapılarından dolayı makro ekonominin yönetimini karmaşık bir hale getirmiştir (İnandım, 2005: 35-36).

Türkiye’de portföy yatırımları 1986’dan beri hareketlilik kazanmaya başlamış ve sermaye piyasalarından kredi temininde çeşitlendirilerek resmi ve/veya özel varlıkların satın alınmasında yabancılar da yararlanmaya başlamışlardır. Özel varlıklardaki talep artışı, 1993 ve 1994’den ziyade, yalnız 1992’de hızlı bir şekilde artmaya başlamıştır. Bununla beraber, doğrudan yabancı yatırımlar daha erken dönemlerde hareketlenmeye, 1989’lardan itibaren artmaya başlamış, ancak bu girişler de son derece sınırlı düzeylerde kalmıştır (Altinkemer, 1995: 15).

Türkiye ekonomisi 1980’lerin sonlarına kadar ithal-ikameci gelişmeye dayanan kapalı bir yapı görünümündeydi. 1980’lerin sonuna doğru başlayan dışa açılma ve liberalleşme girişimleriyle ekonomi, uluslararası ticarete daha açık hale gelmiştir. 1990’lı yıllarda AB ile ilişkilerin canlanması ve hızlanmasıyla 1996’da gümrük birliğine girilmesiyle ekonomide dışa açıklık daha da artmıştır. AB tam üyelik yönündeki çalışmaların hızlanmasıyla oluşan iyimser havada, ülkeye yönelik sermaye girişi için olumlu bir beklenti oluşmuştur (Karagöz, 2007: 4).

Türkiye’ye, AB ile Gümrük Birliğini gerçekleştirdiği 1 Ocak 1996’dan sonra önemli ölçüde bir sermaye girişi gerçekleşeceği yönündeki beklentiler maalesef gerçekleşmemiştir. 1997 yılında 1.6 milyar dolarlık izin verilen yabancı sermayenin ancak 1 milyar dolarlık kısmı fiilen gerçekleşmiştir. 1998 yılında ise yine izin verilen ve gerçekleşen rakamlar arasında büyük farklılıklar olmuş, izin verilen 1.6 milyar doların ancak 976 milyon doları ülkeye giriş yapmıştır (Karluk, 2001: 104).

Son dönemlere değin DYY girişlerinin oldukça sınırlı düzeylerde kalması; yetersiz altyapı, özelleştirmedeki başarısızlıklar, muhasebe standartlarının yetersizliği, kronik yüksek enflasyon, işlem maliyetlerinin yüksekliği gibi ekonomik nedenlerle, kronik siyasi istikrarsızlık, iç çatışmalar, tarihsel düşmanlık, politik ağırlık endişesi, DYY teşvik eksikliği gibi ekonomi dışı nedenlere bağlanabilir (Karagöz, 2007: 4).

1. 1. Türkiye’ye Yönelik Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Türkiye için doğrudan yabancı yatırımlar, Cumhuriyetin kuruluşunun ilk dönemlerinden beri hep üzerinde durulan önemli konular arasında yer almıştır. Türkiye Cumhuriyeti kurulduktan sonra, daha çok kamu hizmeti niteliğindeki alanlarda faaliyet gösteren ve kapitülasyonlar ile önemli ayrıcalıklar elde etmiş yabancı şirketlerin millileştirilmesi yoluna gidilmiştir. Ancak bu millileştirme çalışmaları yabancı sermayeye karşıt bir tutumun varlığını göstermezken aynı zamanda 1954'lere kadar gerçek anlamda yabancı sermayeyi teşvik edici politikaların uygulandığı da söylenemez. Zaman zaman düzenlenen bazı yasal çerçevelerle yabancı sermayeyi çekmeye yönelik çalışmalar yapılmış ve bu konuda en etkili düzenleme 6224 sayılı yasa olmuştur. Akabinde planlı dönemde oluşturulan zeminde gerçek anlamda üretken sermayeye gereksinimin olduğu gösterilmiştir (Kula, 2006:185).

Türkiye 1950-1960 yılları arasında büyük ölçüde liberal bir politika izlemesine karşın, ülkeye önemli bir sermaye girişi olmamıştır. 1954-1975 arası genel bir değerlendirme yapıldığında, kümülatif olarak ülkemize 109 yabancı sermayeli firma gelmiştir. 1975 yılı sonu itibariyle Türkiye'de faaliyette bulunan yabancı sermayeli firmaların sermaye miktarı ve sayısı bakımından en çok imalat sanayi üzerine olduğu görülmektedir. İmalat sanayi içerisinde de yabancı sermayeli firmalar karayolu taşıtları, elektrik-elektronik, kimya ve lastik gibi yoğun sermaye ve ileri teknoloji gerektiren sektörlerde yoğunlaşırken diğer sektörlerin gelen yatırımlardan aldıkları pay oldukça düşük kalmıştır (Yavan, 2004: 60).

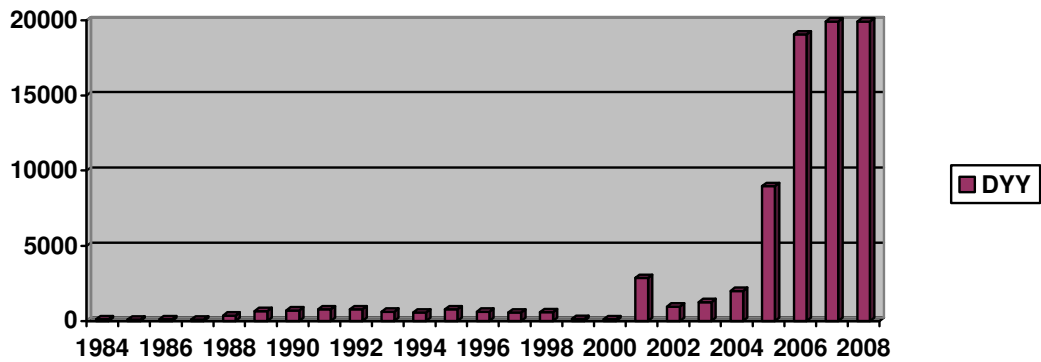
Bu çerçevede alınan teşvik tedbirleriyle beraber yerli ve yabancı sermaye oranı ile kar ve ana sermaye transferleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması, yabancı personel istihdamına izin verilmesi ve altyapı ile ilgili kamu yatırımlarında “yap-işlet-devret” modelinin kabulü ile “joint-venture” şeklindeki ortak yatırım girişimlerine de imkan tanınmaktadır (Oksay, 1998: 7).

Doğrudan yabancı yatırımlar, 1970'li ve 1980'li yıllarda daha çok sermaye ihraç eden gelişmiş ülkeler arasında gerçekleşirken 1990'lı yıllarla birlikte, giderek artan oranlarda gelişmekte olan ülkelere de yönelmeye başlamıştır. Sermayenin GOÜ tarafından teşvik edilip çekmeye çalışılmasının nedenleri arasında, 1980'lerde yaşanan borç krizleri gelmektedir. Devletler arasında ya da uluslararası finans kurumlarıyla devletler arasında oluşan borç-alacak ilişkilerinin tıkanma noktasına gelmesi ve borç alan ülkelerin birçoğunun aldıkları borçların anapalarını değil, faizlerini dahi ödeyemez duruma düşmeleri neticesinde, GOÜ' lere akmayan DYY, bu ülkelere tarafından teşvik edilmeye başlanmış, bunun sonucunda da

1990'ların başında dünya toplam yatırım hacmi içinde yüzde 20'den az bir paya sahip bulunan gelişmekte olan ülkelere giden yatırımlarda artışlar gerçekleşerek, 1990'ların ortalarında yüzde 40'lar seviyesine yükselmiştir (DPT, 2000: 2).

Bu gelişmeler neticesinde Türkiye'nin rakibi kabul edilebilecek gelişmekte olan ülkeler doğrudan yabancı yatırımlardan önemli paylar alırken, Türkiye DYY çekmede çok gerilerde kalmıştır. 1980'li yıllarda mevcut DYY diğer ülkelerle karşılaştırıldığında arka sıralarda yer alırken, o zamana kadar pek de önemli bir düzeyde artış da sağlanamamıştır. Türkiye'ye giren DYY hareketlerindeki en belirgin husus, çok sayıda ancak küçük ölçekli firmaların bulunması, büyük ölçekli yatırımların az sayıda olmasıdır (Soydal, 2007: 579; Loewendahl and Ertugal-Loewendahl, 2001: 2).

Yıllar itibarıyla dünya üzerinde yaşanan gelişmelerde, 1984-1994 yılları arasında yıllık ortalama 200 milyar dolar, daha sonra bu oran 1998'de yaklaşık olarak 690 milyar dolara, 1999'da 1 trilyon dolara, 2000 yılında 1.3 trilyon dolara yükselen doğrudan yabancı sermaye yatırımı gerçekleşmiştir. Bu durumun Türkiye için yaşanan gelişmelerine baktığımızda Grafik: 5'de takip edilebileceği gibi 1989-1994 yılları arası dönemde, Türkiye'ye yönelik doğrudan yatırımların yıllık ortalaması yaklaşık 708 milyon dolar olmuştur. Daha sonra bu oran 1998'de 940 milyon dolara yükselmiş, 1999'da ise 783 milyon dolara düşmüştür. 2000 yılında yine yükselişe geçerek Türkiye'ye yapılan doğrudan yabancı yatırımların yıllık ortalaması 982 milyon dolar olmuştur (Kar ve Kara, 2003: 8).



Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden Derlenmiştir.

Grafik: 5. Türkiye'ye Yönelik Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Grafik: 5’den de görüldüğü gibi Türkiye’de 1980’li yılların başlarında doğrudan yabancı yatırımların miktarı oldukça düşük seviyelerde kalmıştır. 1990’lı yılların başlarında görülen hareketlenmelerin ardından 1994 krizinde DYY miktarında bir düşüş gözlemlenirken, daha sonraları yeniden artmaya başlamıştır. Ekonomik istikrarın çok önemli bir unsur olduğu yabancı sermaye akımlarında, 2000-2001’de yeniden bir düşüşün gerçekleştiği de görülmektedir. Daha sonraları yapılan politika değişiklikleriyle beraber, konjonktürel havadaki iyileşmeler yabancı sermaye için yeniden bir teşvik unsuru olmuş ve yüksek miktarlarda yabancı sermaye girişi yaşanmıştır.

Türkiye, 2001’de yapılan değişikliklerden sonra 2.9 milyar dolarla doğrudan yabancı yatırımların önemli bir miktarını çekmeye başlamıştır. 2003’de 1.3 milyar dolar, 2004’de 2 milyar dolar ve 2005’de 8.6 milyar dolar gibi bir sermaye girişiyle artışlar devam etmiştir (Toprak ve Çabukel, 2007: 24). 2006’da DYY girişi 19 milyar dolar ve 2007’de 19.5 milyar dolarla en yüksek seviyelerine varmıştır (www.tcmb.gov.tr).

Türkiye’de de diğer çoğu dünya ülkelerinde olduğu gibi yüksek düzeyde DYY çekebilmek amacıyla zaman zaman çeşitli düzenlemeler yapılma yoluna gidilmiştir. Bu doğrultuda gerçekleştirilen son gelişmelerden bir tanesi de “Doğrudan Yabancı Yatırımlar” kanunu olmuştur. Bu çerçevede doğrudan yabancı yatırımların özendirilmesini, yabancı yatırımcıların haklarının korunmasını, yatırım ve yatırımcı tanımlarında uluslararası standartlara uyulmasını, DYY’ nin gerçekleştirilmesinde izin ve onay sisteminin bilgilendirme sistemine dönüştürülerek kırtasiyeciliğin ve bürokrasinin önüne geçilmesini ve belirlenen politikalar aracılığıyla doğrudan yabancı yatırımların arttırılmasını sağlamak amacıyla 5 Haziran 2003 tarihinde “Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu” kabul edilmiştir (Acartürk ve Arslaner, 2005: 6).

1. 2. Türkiye’ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa vadeli sermaye hareketleri, ödemeler dengesi bilançosunda gösterilen ve bankalar aracılığıyla işleyen bir kalemdir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, faiz farklılıklardan oluşan ve arbitraj imkanını değerlendirme güdüsüyle hareket eden ve volatilitesi son derece yüksek olan bir kalemdir. Sermaye türünün son derece oynak olması, onun sıcak para olma özelliğini gösterdiği için, bu tür yabancı sermayenin geri dönüş kabiliyeti yüksek olmaktadır. Soğuk para olarak nitelendirdiğimiz sermaye türü ise ülkede daha uzun süre kalıcı bir yapı sergilemektedir (Kaya, 1998: 80-84).

Burada soğuk para olarak nitelendirdiğimiz kavram, uzun vadeli sermayenin istikrarlı bir yapı göstermesi ve ekonomik koşullara göre oynaklığı çok yüksek olmayan, ülke yatırımlarına olumlu katkıları olan, aranan nitelikli sermaye türüdür (Kaya, 1998: 80). Diğer taraftan kısa vadeli sermaye için çokça kullanılan sıcak para “hot money” ifadesi ise, yerli ve yabancı yatırımcıların döviz enstrümanlarını bozdurup, Türk lirası enstrümanlarına yatırması ve risksiz saydıkları bir vade sonunda yeniden döviz dönerak, döviz bazında çok yüksek karlar elde etmeleri olgusunu anlatmada kullanılmaktadır. Ülkeler arasında kolayca hareket edebilen bu tür fon akımları, uluslararası faiz farklılıkları, döviz kurlarında değişme olasılığı, vergi oranlarındaki değişiklikler, enflasyon ve diğer ekonomik istikrarsızlıklar, siyasal istikrarsızlıklar vb. faktörlere karşı son derece hassas nitelikli yabancı sermaye türünü teşkil etmektedir (Alantar: 1).

İç ve dış borç sorunu yaşayan birçok ülke, borç baskısından kurtulmak ve finansman ihtiyaçlarını karşılamak için ticaret ve kambiyo rejimlerini serbestleştirerek uluslararası sermaye piyasalarından faydalanmaya çalışmıştır. Bu ülkelerde reel faizlerin yüksek ve döviz kurlarının düşük tutulması kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu ülkelere doğru yönelmesini sağlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal serbestleşme politikalarının neticesinde bu ülkelerde kısa vadeli sermayenin artmasının dış sebebi olarak gelişmiş ülkelerde gevşek para politikaları ve düşük faiz oranları gösterilebilir (Başoğlu, 2000: 91).

Türkiye’de de sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği dönemde ülkede mevcut makro ekonomik dengesizlikler giderilememiş ve bu dengesizlikler zamanla daha da büyümüştür. Kamu kesimi açıkları büyük bir dengesizlik unsuru olarak iç borçları arttırmış ve bu durum yeterince derinleşmemiş mali piyasalar üzerinde baskı oluşturarak faiz oranlarının yükselmesine sebep olmuştur. yüksek faiz oranlarından kazanç sağlayabilme güdüsüyle, kısa vadeli sermaye girişlerinde artışlar olurken, bu durum diğer taraftan yurtiçi mali piyasalara bir rahatlatma sağlamıştır (Kar ve Kara, 2003: 12).

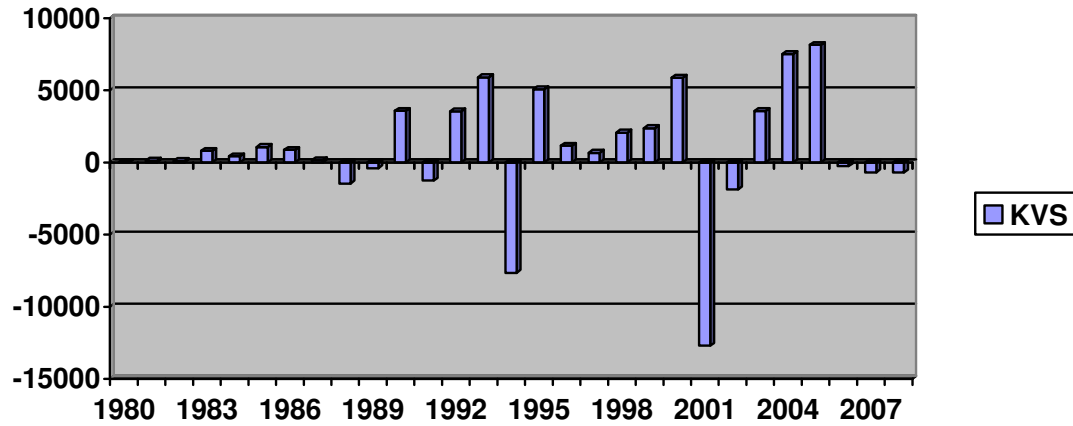
Kamu borçlanmalarına kaynak oluşturmak amacıyla bankalar yurt dışından kredi almaktadırlar. Bu süreç zarfında kamu açıklarını karşılamak ve dış kaynaklı büyüme sağlayabilmek için, kısa vadeli sermaye hareketlerini çekmeye yönelik sıcak para politikası uygulanabilmektedir. Hazine yurtdışı sermaye piyasalarından tahvil ihraç ederek borçlanmakta ve iç piyasada uyguladığı yüksek reel faiz politikası ile ticari bankalar ve diğer kuruluşları yurt dışından kredi alıp pozisyon açığı oluşturmaya sevk etmekte ve böylece oluşan süreçte görünürde yurtiçinden borçlanılmakta iken gerçekte de yurtdışından

borçlanılmış olmaktadır. Bu gelişmeler ise kısa vadeli sermaye girişlerini arttırmakta iken kamu kesimi için borç sorununu daha da ağırlaştırmaktadır (Dikmen, 2003: 117).

Çünkü başlangıçta yurtiçi mali piyasalara rahatlatıcı etki yaratan kısa vadeli fon girişi, genellikle daha sonraları makro ekonomik dengesizliklerin şiddetlenmesine neden olabilmektedir. İleriye dönük beklentilerin kötüleşmesi üzerine kısa vadeli sermayede bazı dönemlerde çok büyük çıkışlar olmuş ve bu yüksek miktarlardaki sermaye çıkışları ülkeyi krizlere sürüklemiştir.

Türkiye’de kısa vadeli sermaye brüt giriş ve çıkışları işlem hacmi olarak milli gelir düzeyine yaklaşmakta ve genellikle iktisadi düşüncede beklenen fiyatlama sürecine uygun hareket etmemekte ve tüm finansal getirilerin uzun dönemde değer kaybetmesine ve nominal değerlerinde yapay oynamalara neden olmaktadır. Bu durumlar kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığın yüksekliğiyle ilişkilendirilmektedir (Kaya, 1998: 40).

Türkiye’ye yönelik kısa vadeli yatırımların toplam yatırımlar içindeki paylar da yine koşullara göre değişkenlik arz etmektedir. Özellikle 1990’lı yıllarda Türkiye’ye yönelik sermaye hareketleri içerisinde önemli bir orana sahip olmuştur. Bu oranlar, 1990’da %60, 1993’de %34 ve 1996’da %49 olarak gerçekleşmiştir (Kar ve Kara, 2003: 12).



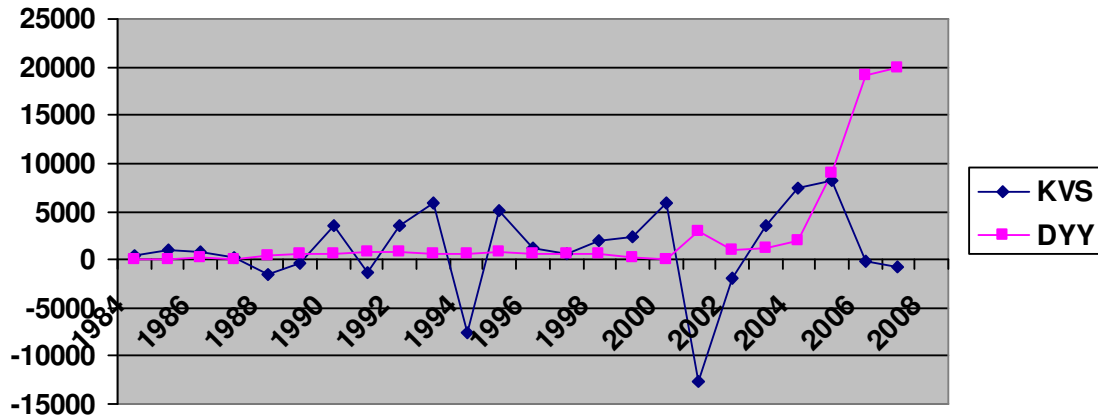
Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden Derlenmiştir.

Grafik: 6. Türkiye’ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa vadeli yatırımlar yatırımlardan 1990’lı yıllarda Türkiye’ye önemli bir düzeyde giriş olmuş ancak 1991 Körfez Savaşı ve 1994’de yaşanan ekonomik krizle beraber

ülkemizden yüksek miktarlarda kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır. Grafik: 6'dan da takip edilebileceği gibi 1991'de düşük düzeylerde kalan kısa vadeli sermaye, 1994'te yaklaşık olarak 5 milyar doların üzerinde bir çıkış oluşturmuştur. 1995'deki artıştan sonra yeniden düşüşe geçerken 1999 ve 2000'de yeniden sermaye girişinde artış olmuştur. Ancak şimdiye kadar görülen en yüksek miktarda kısa vadeli sermaye çıkışı olarak Kasım ve Şubat krizlerinin etkisiyle 2001 yılında 11 milyar doların üzerinde gerçekleşmiştir.

1980'li yıllardan bu yana izlenen politika değişiklikleri, ülkeye yönelen yabancı sermaye miktarına da yansırken DYY'nin ülkeye girişinde son derece düşük bir performansta kalmıştır. Dünyadaki gelişmelere paralel olarak, Türkiye'ye bu dönemde giren sermaye miktarında kısa vadeli ve portföy yatırımlarının payı artarken, doğrudan yabancı yatırımların payı son derece düşük bir seviyede kalmıştır (İnsel ve Sungur, 2003: 7-8). Ayrıca Grafik: 7'den de görüldüğü gibi kısa vadeli sermaye hareketleri daha istikrarsız bir karakter arz etmekte, konjonktür el gelişmelere ve yurtiçi gelişmelere oldukça duyarlı bir seyir izlemektedir.



Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden Derlenmiştir.

Grafik: 7. Kısa Vadeli ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Grafik: 7'de kısa vadeli ve doğrudan yabancı yatırımların aynı koşullar altındaki hareketlilikleri incelendiğinde sermaye hareketlerindeki değişikliklerin sermayenin türüne ve amacına göre değiştiği görülebilmektedir. Kısa vadeli yabancı sermayenin değişen koşullara göre daha hareketli ve oynak bir görünüm arz etmesi, ekonomik etkenlere bağlanmaktadır. Diğer taraftan konjonktür el olarak yaşanan olumlu gelişmelere Türkiye'deki istikrarlı ve

etkili politikaların eklenmesi sermaye girişlerinde son dönemlerde yeniden artışlar oluşturmuştur. Nitekim son birkaç yıldır DYY hacminde önemli artışlar sağlanmıştır.

2. TÜRKİYE'DE SERMAYE AKIMLARININ ETKİLERİ

Global ölçekte sermaye akımlarının etkinliği ile ilgili durumlar birçok ülke için araştırılmış ve tartışılmış bir konu olmuştur. Bu bağlamda sermaye akımlarının Türkiye ekonomisine olan etkileri ülkemizde de uzun zamandır tartışılan ve üzerinde durulan bir konu olmuştur.

Yabancı sermayenin özellikle de doğrudan yabancı yatırımların bir ülkenin ekonomisi üzerindeki etkileri sayılamayacak kadar çok ve çeşitlidir. Bu etkiler üretim, istihdam, gelir, fiyatlar, ihracat, ithalat, ekonomik büyüme, ödemeler dengesi ve alıcı ülke ekonomisi üzerinde genel refah artışı olarak sayılabilir. Ayrıca bu durum, büyük ölçüde uluslararası ekonominin globalizasyon için önemli faktörlerini taşımaktadır (Erdal ve Tatoğlu, 2002: 1).

Sermaye hareketliliğinin dış ticareti serbestleştirici politikalar uygulayan ülkeler için etkisine bakıldığında, sermaye girişi yoluyla dünya ekonomisi ile entegrasyonda gelişme sağlanmaktadır. Ancak sermaye girişi sonunda ülkenin reel kurunda meydana gelebilecek uzun süreli bir değerlenme dış ticarete bağlı sektörlerin karlarını azaltacak ve dış ticarete uygulanan düzenlemeleri olumsuz etkileyecektir (Kaya, 1998: 44-45).

Yine yabancı yatırımcıların getirdikleri sermaye ile transfer ettikleri sermaye ilişkileri, söz konusu kuruluşun yaptığı ithalat ve ihracat, ödemeler dengesi üzerine yapılan etkiyi açıklar. Yabancı sermayenin ödemeler dengesi üzerindeki etkisi olumsuzsa veya istenilen seviyede olmamışsa bu durum yabancı sermayeyi değerlendirmede tek ölçü olmamalıdır. Çünkü yabancı sermaye yönetim becerisini ve pazarlama tekniklerini de beraberinde getirebilmektedir (www.bilgipasaji.com).

Yabancı sermaye akımları ülkelerin makro ekonomik değişkenleri üzerinde belirleyici etkiler yaratmaktadır. Bu etkiler sermayedeki hareketlilikle paralellik arz edebilmekte, yabancı sermayedeki oynaklığı ekonominin makro değişkenliklerine taşıyabilmektedir. Örneğin, ihracat ve ithalat arasındaki fark cari işlemler dengesine yansırken, cari işlem dengesindeki durum da GSMH' yi etkileyebilmektedir.

Türkiye için 1999’lu yıllardaki hareketliliklere baktığımızda, bu yıllarda ulusal ekonominin büyüme ve daralma süreçlerinin ithalat hacmiyle ve dolayısıyla cari işlemler dengesiyle çok güçlü bir ilişkisinin olduğu açıktır. 1994-1995 yıllarında cari işlem dengesi eksiye düşerken ekonomik büyüme hızla artmıştır. 1990-1991 yıllarında ise tam tersi cari işlem fazla vermesi, ekonomik büyüme hızının düşmesine yol açmıştır. Bu gelişmeler ulusal büyüme potansiyelinin yurtiçi tasarruflar tarafından değil, doğrudan dış tasarrufların etkisiyle şekillendiğini göstermektedir (İnsel ve Sungur, 2003: 8-9).

Ancak yabancı sermayenin büyüme üzerine olan etkisi sermayenin türüne göre tercih unsuru olabilmektedir. Kırılgan bir ekonomik yapıya sahip ülkelerde kısa vadeli sermaye istenmezken doğrudan yabancı yatırımlar gibi uzun vadeli, yatırım amaçlı sermayenin büyümeye yapacağı katkı aranan bir özellik ve istenen bir tasarruf olmaktadır.

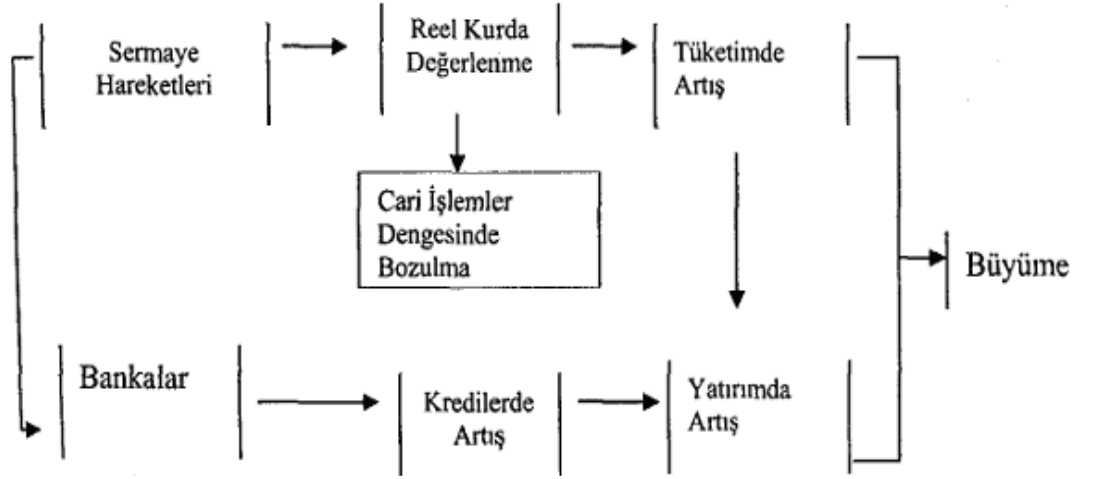
Yabancı tasarrufların ekonomiye etkisi sermayenin daha serbest bir şekilde hareket edebilmesiyle artmıştır. 1989’da sermaye hesabının liberalizasyonu Türkiye ekonomisini istikrarsızlığa ve dört kanaldan doğrudan risk ortamına sürüklemiştir. Bunlardan ilki, yurtiçi finansal sistemde kırılganlık büyük ölçüde artmıştır. İkincisi, ekonominin büyüme düzeyinde oynaklıklar oldukça artmış ve yeni yükselen finansal dönüşüm durumu ile yükseliş ve düşüşler arasındaki süre oldukça kısa sürmüştür. Üçüncüsü sermaye girişindeki artışlarla ilgili durum üzerinden kayıplar veya “sermaye kaybı” ve dış borçlar ekonomik büyümenin ihtiyaç duyduğu dışsal finansmanla ilişkisiz olarak artmıştır. Son olarak dördüncü durumda ise arbitraj-arayışı ve kısa vadeli sermaye “sıcak para” akımları yerleşikler ve yerleşik olmayanlardan toplam sermaye hareketi katılımının artışından oluşmaktadır ve bu durum ekonomide ciddi bir istikrarsızlık faktörünü başlatmaktadır (Boratav ve Yeldan, 2001: 20).

2. 1. Türkiye’de Sermaye Akımları ve Büyüme

Uluslararası sermaye akımlarının ülke ekonomilerinin makro dengeleri üzerindeki etkilerinden biri de bu ülkelerin büyüme potansiyellerini ne şekilde etkilediği ile ilgilidir. Bu etkilerin geçici, dalgalı veya sürekli mi olduğu da yine yabancı sermayenin türüne ve ülkeden ülkeye mevcut farklılıklarına göre değişmektedir.

Yabancı sermaye ile iktisadi büyüme arasındaki ilişkinin boyutunu birçok faktör etkilemektedir. Kısa vadeli sermaye çoğu ülke için geçici bir ferahlık ve sonrasında da istikrarsızlık unsuru olurken, uzun vadeli ve doğrudan yatırımlar büyüme ile pozitif uyumlu

bir görünüm arz etmektedirler. Ancak doğrudan yabancı yatırımların iktisadi büyüme üzerinde pozitif bir etki yapabilmesi için, alıcı ülke ekonomisinin de belirli bir beşeri sermaye düzeyine ulaşmış olması da gerekmektedir (Candemir, 2007: 2).



Kaynak: Emil ve Vehbi, 2002.

Şekil: 7. Sermaye Hareketleri ve Büyüme

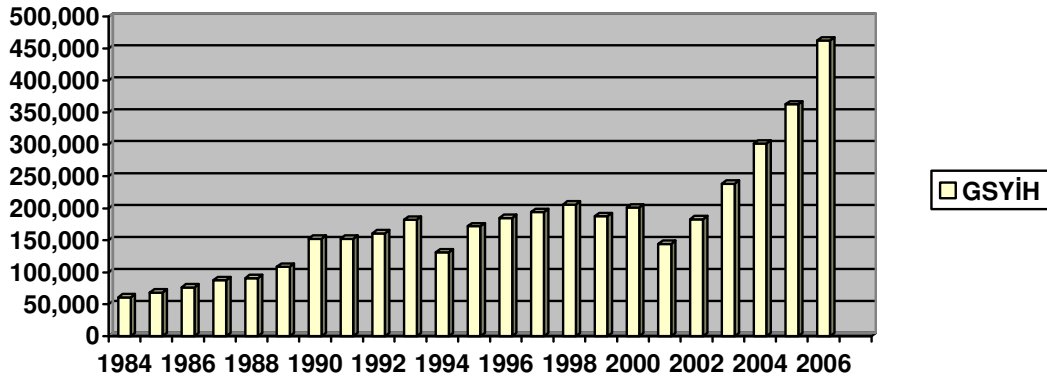
Şekil: 7'den de görülebileceği gibi sermaye girişleri ülke ekonomilerinde ilk kanal olarak reel kurlara etki etmekte ve değerlenmeye neden olabilmektedir. Yerli paradaki değer artışı reel geliri arttırmakta ve tüketim artmaktadır. Tüketimdeki canlanma ve bankalar tarafından özel sektöre açılan krediler vasıtasıyla yatırım harcamalarında artış olmaktadır. Reel kurlarda oluşan değerlenme aynı zamanda ithalatı ucuzlatmakta ve ihracatı pahalı hale getirmektedir. Bu nedenle ithalat bağımlılığının yüksek olması cari işlem dengesinde bozulmalara neden olabilmektedir. Bu çerçevede oluşan döngü sonucunda sermaye hareketlerinin iç talebe olumlu etki sağlaması ve dış ticarete olan olumsuz etkisinin netleşmesi sonucunda büyüme üzerinde oluşturacağı net etkiyi gösterecektir (Emil ve Vehbi, 2002: 7-8).

Gelişmekte olan bir ülkenin büyüme hızını belirleyen asıl faktörlerden birisi iç tasarruf açığı ise, diğeri döviz gelirlerinin yetersizliğinden kaynaklanan döviz kısıtıdır. Bu noktada doğrudan yabancı yatırımlar dış açıkların giderilebilmesi noktasında önemli katkı yapacaktır. Yabancı sermaye ilkin ödemeler dengesinde yatırımlara olumlu katkı olarak yansır. Bu katkı doğrudan yabancı yatırımı yapan çokuluslu girişimlerin ihracat-ithalat potansiyellerindeki pozitif farkla oluşabilmektedir (Şen ve Karagöz, 2002: 1070-1071). Çokuluslu şirketlerin ev sahibi ülkeye yaptığı katkıların en önemlisi ev sahibi ülkenin ihracattaki rekabet gücünü

arttırmasıdır. Yabancı yatırımların gerçekleşmesi sermaye, teknoloji ve yönetim bilgisi getirir. Bu durum yerli yatırımcıların da yaparak öğrenme gibi olumlu etkiler sağlamasıyla verimlilik ve büyüme üzerindeki yansımalarını arttıracaktır (Aktan ve Vural, 2005: 14).

Türkiye için böyle bir yansımanın olması da yine uzun vadeli yatırımların artmasıyla mümkün olabilmektedir. Çünkü kısa vadeli yatırımlar ekonomi üzerinde geçici bir şişkinlik oluşturarak yapay bir büyüme yaratmaktadır. Ekonomideki beklentilerin bozulmasıyla bu tür sermaye hızlı bir çıkış gerçekleştirmeye başlamakta ve ekonomiyi derinden sarsmaktadır.

Sermaye çıkışları cari işlemler fazlasıyla karşılanamıyorsa bu durum döviz rezervlerini eritir. Cari açıkların sürekli olması halinde, ülkede altın ve döviz rezervlerini tüketecek, artan borçlar yeniden borçlanmayı önleyecek, kredi bulma olanakları da güçleşecektir. Türkiye’de 24 Ocak 1980 kararlarıyla ihracata dönük, dışa açık bir politika izlenmeye başlanmıştır. 1980-1984 yılları arası dönemde yüksek ölçüde borç ertelemesi ve 1984 sonrasında yeni dış kaynak bulabilme imkanıyla o dönemde pozitif büyüme oranlarına ulaşılabilmektedir. Grafik: 8’e bakıldığında da bu süreci anlamak mümkün olmaktadır. 1991 Körfez Krizi dönemi büyüme hızı düşmüş, 1993’te yüksek oranlı bir büyüme sağlanmış, ancak 1994 krizi büyüme oranlarını yeniden düşürmüştür (Tarı ve Kumcu, 2005: 163).

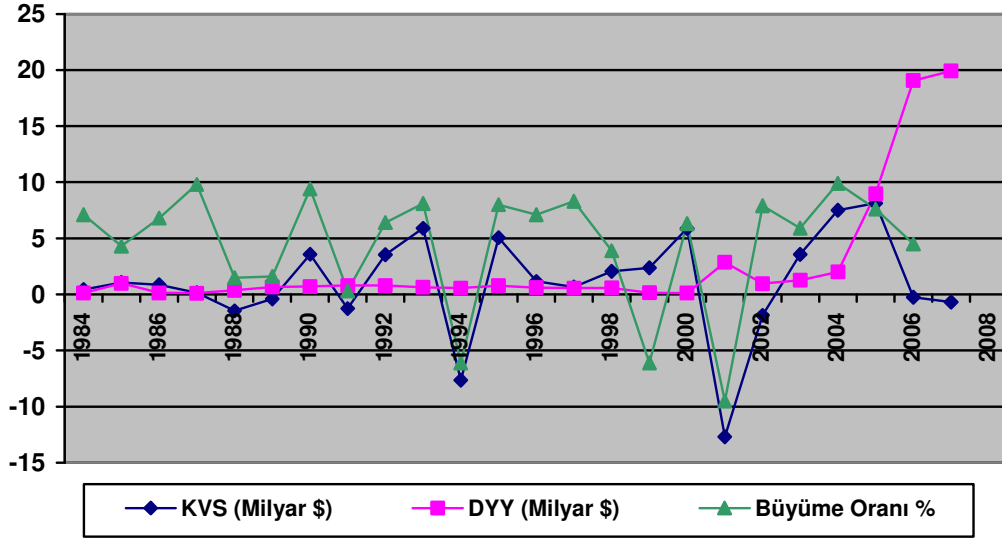


Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden Derlenmiştir.

Grafik: 8. Türkiye’de Yıllar İtibariyle GSYİH’da Değişimler

1994 krizinin akabinde 3 yıl boyunca yüksek bir düzeyde büyüme gerçekleşmiş, 1998’den sonra yeniden gerileme kat etmiştir. Tabii bu dönem konjonktürel daralmaların yaşandığı Rusya krizinin olduğu döneme rastlamaktadır. Daha sonra yeniden canlanan ekonomide, mali piyasalarda ortaya çıkan sorunlar büyümeye yansımalarla düşüş sergilemiştir.

Ekonomik büyüme 2002'den sonraki dönemde daha ılımlı bir gelişme sağlamıştır. Bunlara Türkiye'de uygulanan politika değişikliklerinin de büyük etkileri olmaktadır.



Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden Derlenmiştir.

Grafik: 9. Türkiye'de Sermaye Akımlarının ve Büyüme Oranlarının Seyri

Grafik: 9'a baktığımızda, sermaye girişlerinin yüksek olduğu dönemlerde büyüme oranlarının da yüksek olması, sermaye girişlerinin düşük olduğu dönemlerde ise büyüme oranlarının da düşük olması, büyümenin yabancı sermayeden ne derece etkilendiğini göstermektedir. Dış kaynak girişlerinin arttığı yıllarda ekonomi reel olarak büyümüştür, azaldığı dönemlerde de tersi durum söz konusu olmuştur (Ayvaz ve Diğerleri, 2006: 181). Ancak bu oranların oynak bir karakter taşıması istenmeyen bir durum olmaktadır. Türkiye'ye giren ve çıkan yabancı sermaye miktarlarını Grafik: 9'da takip edersek oynaklığın etkisini daha iyi anlayabiliriz. Türkiye için kısa vadeli sermaye akımları 1991 Körfez Savaşı döneminde çıkış ve duraksama gösterirken aynı dönemde büyüme seviyesinde de bir duraksama ve gerileme söz konusu olmuştur. Yine 1994 ekonomik kriz döneminde Türkiye ekonomisinde yüksek düzeyde bir sermaye çıkışı yaşanmıştır. Aynı dönemde büyüme oranlarında da keskin bir düşüş görülmektedir. Ekonomide ılımlı havalanın oluşumu durumu düzeltmiş ve yine sermaye girişi ile beraber ekonomik büyüme sağlanmaya başlamıştır. Ancak 2000-2001 dönemi Türkiye ekonomisinde yaşanan istikrarsızlıklar ve ekonomik kriz daha yüksek miktarlarda sermaye çıkışı oluştururken, aynı paralelde GSYİH'da da büyük bir gerileme yaşanmıştır. Bu gelişmeler sadece Türkiye ekonomisinin iç dinamikleri ile

şekillenmemekte aynı zamanda konjonktürel gelişmelerden de kaynaklanmaktadır. Nitekim 2006 yılı konjonktürel çalkantılara sahne olurken spekülasyon karakterli kısa vadeli sermayenin de çok yüksek oranlarda çıkış oluşturduğu gözlemlenmektedir. Bu paralellik GSYİH oranlarında oynaklık oluşturmakta ve kısa vadeli yabancı sermayenin büyüme için bir istikrarsızlık unsuru olmasına neden olmaktadır.

Nitekim büyümenin seyrine baktığımızda 1990 öncesi dönemde daha az dalgalı olan büyüme oranları, sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesinden sonra daha dalgalı bir yapıya büründüğü görülebilmektedir. 1981-1989 döneminde büyüme oranlarındaki standart sapma 2.6 iken finansal liberalleşmenin tamamlandığı 1990 sonrası dönemde bu oranlar artarak dalgalanmanın arttığını göstermekte ve 1990-2002 arası dönemde 5.7 olarak gerçekleşmektedir (Emil ve Vehbi, 2002: 4).

Ancak olumsuz etkilere karşı geliştirilebilecek politikalar ekonominin etkinliğini de arttırmaya yardımcı olacaktır. Son yarım yüzyılda yaşanan dışa açılma ve küreselleşme deneyimleri, en başarılı ülkelerin ekonomilerini dış pazarlara yönlendirirken aynı zamanda sosyal politikalarını, işsizlik, yoksulluk gibi hayati önem taşıyan konulardaki uygulamalarını güçlendirdikleri de görülmektedir. Küreselleşme sürecinde ortalama gelirin artması, diğer taraftan bundan olumsuz etkilenen kesimlerin olması, sosyo-politik açıdan büyük önem arz etmektedir. Liberalleşmenin olumsuz etkilerine karşı geliştirilecek önlemler ve politikalar dış pazarlara yönelik sanayileşmenin arkasındaki toplumsal ve siyasal desteği de arttıracaktır. Liberalleşme politikalarının başarıya ulaşabilmesi ve bir ülkenin bundan en etkili şekilde faydalanabilmesi için, bu toplumsal ve siyasal destek çok önemli olmaktadır (Pamuk, 2007: 24).

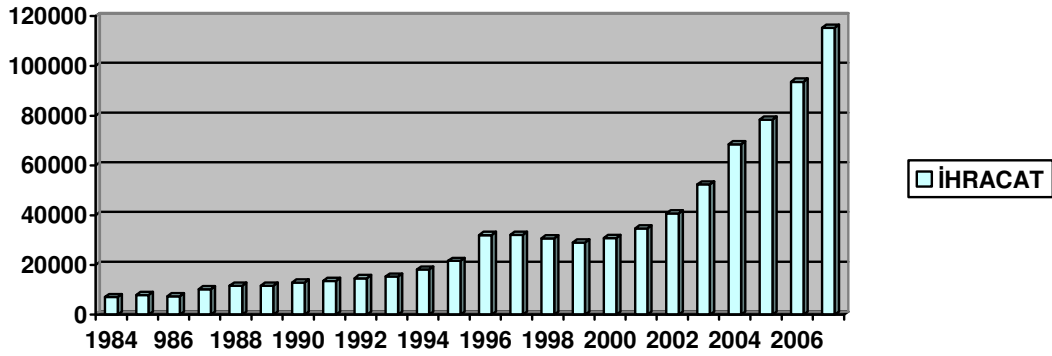
2. 2. Türkiye’de Sermaye Akımları ve İhracat

Gelişmekte olan ülkeler için yabancı sermaye yatırımlarından beklenen en önemli yararlarından biri dış açıkların giderilmesinde sağladığı katkıdır. Yabancı sermaye girişi yaptığı ülke ekonomisinde bilanço üzerinde ilkin yatırımlara olumlu bir yansıma oluştururlar. Daha sonra diğer olumlu bir etki olarak, yabancı sermayeli şirketlerin dış pazar faaliyetleri neticesinde ihracat üzerinde pozitif katkı oluşturmaları gelmektedir. Diğer taraftan yine yabancı sermayeli şirketlerin ülke dışına çıkardıkları kar transferleri, üretim gerçekleştirmek için yarım ara malı ithalatı yapmaları da döviz çıkışına neden olur. İhracat yoluyla sağlanan

döviz girişi, çıkan döviz ithalini aştığı ölçüde ödemeler dengesi üzerinde net pozitif etki oluşturabilmektedir (Candemir, 2007: 2).

Türkiye Cumhuriyeti'nin geçmişten günümüze dış ticaret potansiyelinde ihracat düzeyi genellikle ithalat düzeyinin gerisinde kalmıştır. Ödemeler dengesinde aradaki bu fark ilk dönemlerden itibaren; proje ve program kredileri, işçi döviz gelirleri ve daha sonraları döviz rezervleri kullanımı ve kısa vadeli sermaye hareketleriyle dış ticaret açığı finanse edilmeye çalışılmıştır (Hiç,1980: 36).

24 Ocak 1980'de alınan serbestleştirici kararlar neticesinde ihracat ciddi oranda artış göstermiştir. Dönemin başı 1980 yılındaki ihracat seviyesi 2.9 milyar dolar iken, 1988 yılında 11.6 milyar dolara, 1990 yılında ise 13 milyar dolara yükselmiştir. 1990'lı yıllarla birlikte ihracat artış oranlarında gerilemeler görülmüştür. Kamu kesimi dengesindeki yüksek oranlı açıklar ülke içi faiz oranlarının yurtdışı faiz oranlarından fazla olmasına neden olup yoğun sermaye girişi çekmiştir. Döviz arzının TL'yi reel olarak değerlendirmesi ihracatı olumsuz etkilerken ithalatı arttırmıştır (Emil ve Vehbi, 2002: 6). Bu durum özellikle 1980 sonu itibariyle büyük ölçüde finansal serbestleşmenin de tamamlanmasıyla şekillenerek 1990'lardan itibaren dış ticaret oranlarındaki açığı yükseltmiştir.



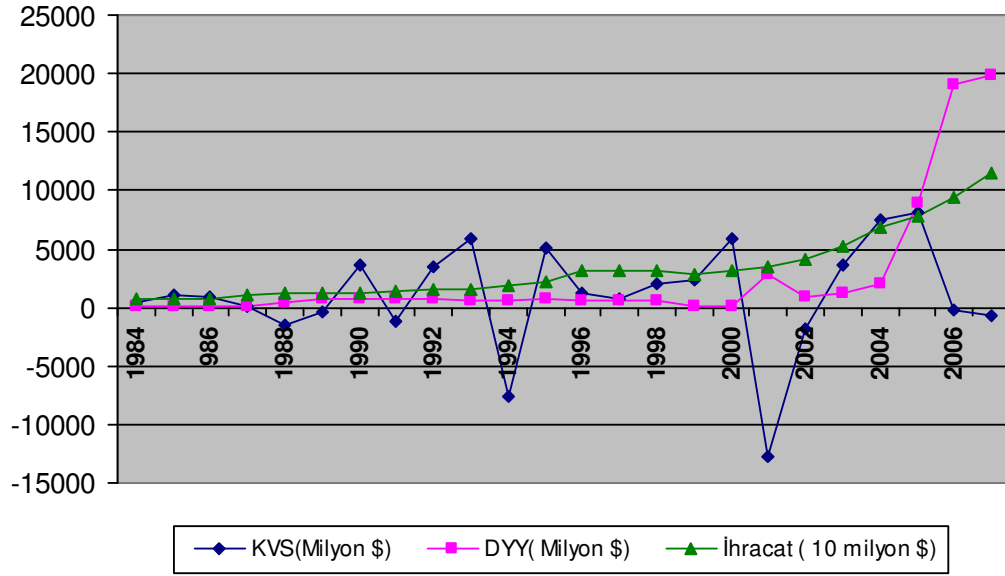
Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden Derlenmiştir.

Grafik: 10. Türkiye'de Yıllar İtibariyle İhracat'ta Değişimler

Artan ithalata karşılık ihracatın da arttırılabilmesi için Türkiye AB ile mevcut ilişkileri hızlandırmak istemiş ve bu yönde bazı kararlara imza atmıştır. Nitekim 1996 Gümrük Birliği antlaşması da bu yönde atılan bir adım olmaktadır. İlk dönemlerde Türkiye'nin Gümrük Birliği'nden beklentileri; iş gücünün serbest dolaşımı, rekabet artışı, dış ticaret artışı, verimlilik ve kalite artışı ile daha fazla mali yardım imkanları gibi beklentiler oluşmuştur

(DTM,1998: 40). Ancak Grafik: 10'da Türkiye'nin yıllar itibariyle ihracat potansiyeline baktığımızda durumun pek de beklenildiği gibi yüksek bir düzeyde ihracat artışı yaratmadığı görülmektedir. Hatta 1996'dan sonraki yıllarda ilk dönemler için kısmi bir düşüştür de söz etmek mümkün olmaktadır.

Grafik: 10'dan da görülebileceği gibi 2000'li yılların ilk dönemlerindeki olumsuzlukların ardından 2002'den itibaren istikrarlı bir ihracat artışından söz etmek mümkün olmaktadır. Türkiye'de ihracat artışı 2003 ve 2004 yıllarında büyük bir atılım gerçekleştirmiş ve 2005 yılında yüzde 16.3 oranında büyüyerek 73.5 milyar dolar seviyesini aşmıştır. 2006 ve 2007 yıllarında da ihracat artışı devam etmiş, yaklaşık 93 ve 115 milyar dolarlık artışlara varmıştır (DTM, 2006: 12). Ancak bu ihracat artış seviyesi her zaman için ithalat artış seviyesinin gerisinde kalmayı da sürdürmüştür.



Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden Derlenmiştir.

Grafik: 11. Türkiye'de Sermaye Akımlarının ve İhracat Oranlarının Seyri

Grafik: 11'de Türkiye'ye giren yabancı sermaye ihracat performansı ile birlikte gösterilmektedir. Yabancı sermayeli şirketlerin faaliyetleri, ülkelerin ihracat imkanlarının seviyesini etkilemektedirler. Bu şirketler dış piyasalardaki etkinlikleri ile, ülke ihracatının gelişmesine önemli bir düzeyde katkı sağlayabilmektedirler ve ihracat düzeyine olan katkı ödemeler dengesine pozitif etkiye yansımaktadır. Ancak, yabancı şirketlerin ülke dışına çıkardıkları kar transferleri, üretimlerini gerçekleştirmek için yaptıkları ara ve yatırım malı ithalatı da ödemeler bilançosunda döviz çıkışına neden olmaktadır. Eğer ihracat yoluyla

sağlanan döviz girişi, ithalat vasıtasıyla sağlanan döviz çıkışından fazla olursa yabancı sermayenin ödemeler bilançosu için net pozitif etkisi o zaman söz konusu olabilmektedir (Şen ve Karagöz, 2005: 1071).

Türkiye için finansal liberalizasyonun ilk dönemlerinden bu yana etkili olan kısa vadeli yabancı sermaye, 1991'deki konjunktürel gelişmelerin etkisiyle 1991-1992 döneminde sermaye çıkışı oluşturmuş, aynı dönemdeki ihracat seviyesi de hem sermaye çıkışından hem de konjunktürel yansımalarından kaynaklanan bir duraksama geçirmiştir. (Grafik: 11) Yine 1996-2000 yılları arası kısa vadeli sermaye girişlerindeki gerileme ve duraksamalar ihracat seviyesine de yansyarak, bir gerileme ve düşüş göstermiştir. 2001 kriziyle yüksek oranlı bir spekülatif kısa vadeli bir sermaye çıkışı gerçekleşmesi, ihracatta da diğer alanlarda da bir durgunluk meydana getirmiştir.

Yine Grafik: 11'den de görülebileceği gibi 2005'den itibaren doğrudan yabancı yatırımlarda yüksek düzeyde artışlar olmuştur. Bu durumun ihracat üzerine önemli bir etkisinin olmaması ve hatta ihracat seviyesinin yabancı sermayeden bağımsız kalması, sermayenin daha çok bankacılık sektörüne yönelmesiyle ilişkilendirilirken, imalat sanayi yatırım amaçlı yabancı sermaye yatırımının da yapmış olduğu üretimi iç tüketime sunmasıyla açıklanabilmektedir. Yani ülkeye gelen yabancı sermaye dışa dönük, ihracat artışı sağlayacak bir üretimden ziyade daha çok iç tüketimi karşılayacak bir üretim gerçekleştirmektedir. 2006 yılında yaşanan konjunktürel dalga kısa vadeli sermayeyi yine hareketlendirirken, DYY' deki olumlu gelişmeler ihracatın da istikrarının bozulmamasını sağlamıştır.

Makro ekonomik istikrarın sağlanması, ekonomideki olumlu havayı DYY için de olumlu kılmıştır. Nitekim, 2005 yılında özelleştirmenin hızlanması, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) varlıklarının satılması ve bankacılık sektöründeki satın alma-birleşmeler sonucunda, Türkiye önemli ölçüde uzun vadeli yabancı sermaye çekmiştir. Ancak, çekilen bu yabancı sermaye potansiyeline rağmen henüz, mevcut üretim kapasitesini arttırıcı ve yeni sabit sermaye yatırımına yönelik DYY girişleri istenilen düzeye gelememiştir. Bu tür sermaye girişinin arttırılması uzun vadedeki beklentiler açısından büyük önem arz etmektedir (Yükseler, 2005: 34).

Yatırım yapan yabancı sermayeli kuruluşlar, yabancı sermayenin yanında teknik bilgi, yönetici, üst seviyede teknisyen ve nitelikli personeli de yatırımı gerçekleştirdikleri ülkelere getirmektedirler. Böylece gelişmekte olan ülkelerde de yapımı bilinmeyen bazı şeyler beraber

gerçekleştirilen iş ortamında yaparak öğrenilmektedir. Ayrıca yabancı sermaye yoluyla bankacılık, ihracat, üretim ve teknolojik konularda ve işletmecilik alanında bilgi de yaygınlaşmaktadır (Candemir, 2007: 2). Bu çerçevede Türkiye'nin de DYY çekme konusunda ekonomik ortamın geliştirilmesi yönünde çabaları söz konusu olmaktadır.

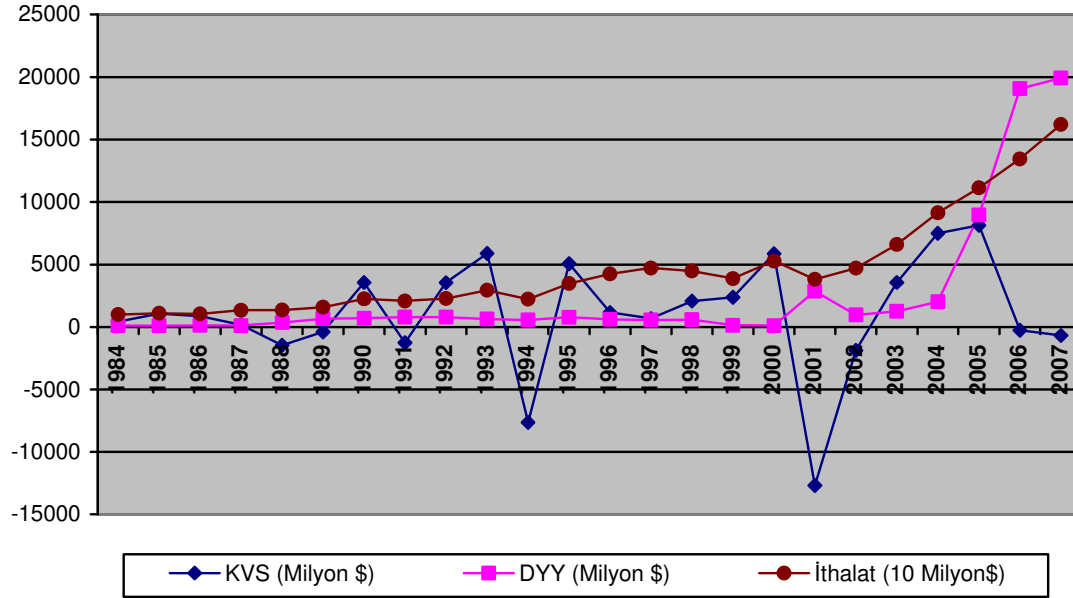
2. 3. Türkiye'de Sermaye Akımları ve İthalat

Uluslararası finans piyasalarının liberalleştirilmesiyle birlikte artan globalleşme eğilimleri piyasaları birbirine yakınlaştırırken etkinliği de arttırmaktadır. Bölgesel ticari blokların hızlı gelişimi uluslararası ticareti olumlu etkilemekte ve iç piyasaların daha çok rekabete açılmasını sağlamaktadır. Bu durum sebebiyle uluslararası rekabete açılmayan yerli şirketlerin bazı sorunlarla karşı karşıya kalmamak için yabancı ortaklık girişimlerine (Jointventure) yönelmelerini sağlamaktadır. Bu gelişmeler yabancı doğrudan yatırımlara daha açık piyasaların oluşmasına katkıda bulunmaktadır (Özyıldız, 1998: 3).

Ülkeye artan düzeyde sermaye girişlerinin olması kurları harekete geçirmektedir. Dolayısıyla sermaye girişleriyle yükselen kurlar TL'yi değerlendirerek ödemeler dengesini etkilemektedir. Bu etki ihracatın pahalılaşması ve ithalatın göreceli olarak ucuzlamasıyla ekonomiye yansımaktadır. Bu etkinin boyutu; yatırım için ihtiyaç duyulan ithal girdi yoğunluğuna, ithalata rakip endüstrilerde faaliyet gösteren yerli firmaların ithalat fiyatlarındaki değişimlere gösterdikleri duyarlılık derecesine, yurtiçi piyasadaki talep koşullarına, rekabet yapısına, döviz kuru dinamiklerine, enflasyonist koşullara ve beklentilere bağlı olarak değişmektedir (Aldemir, 2007: 58).

1980'den sonra izlenen dışa açılma politikaları ilk dönemlerde dış ticaret üzerine yoğunlaşarak ihracata dönük bir strateji benimsenmiştir. Sermayenin tamamen serbestleştirilmesi 1989 yılında yapılan değişikliklerle tamamlanmıştır. Nitekim kambiyo rejimi ile ilgili yapılan değişiklikler ve aşırı değerli kur politikasından vazgeçilmesi ile bireylere döviz bulundurma serbestisi getirilmesi sermaye girişlerinde artış oluşturmuştur (Kepenek ve Yentürk, 1994: 474). Bu durum paranın yatırım alanlarını da değiştirmiştir. Aşağıda Grafik: 12'de 1989 değişiklikleri ile beraber hareketlenen yabancı sermayenin giriş

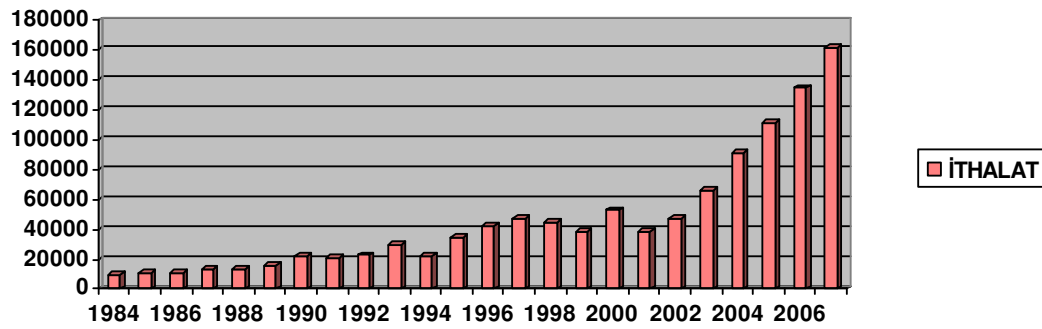
çıkışlarındaki değişiklikler ve ithalat oranlarının seyri birlikte görülebilmektedir.



Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden Derlenmiştir

Grafik: 12. Türkiye’de Sermaye Akımlarının ve İthalat Oranlarının Seyri

Sermaye girişlerindeki bu artış ekonominin hareketlenmesini sağlamış ve bu hareketlenmede ülkenin üretim olanaklarıyla ilgili bir gelişme, kredilerin dağılımında başta imalat sanayi olmak üzere üretken sektörlerin payı giderek düşmüştür. Bunun karşılığında borsa dahil yeni finansal işlem araçları yaygınlaşmıştır (Kepenek ve Yentürk: 475).



Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistiklerinden Derlenmiştir.

Grafik: 13. Türkiye’de Yıllar İtibariyle İthalat’ta Değişimler

Ülkeye gelen sermayenin etkin üretim alanlarından ziyade başka alanlara yönelmesi, artan ithalata karşılık ihracatın yetersiz kalmasına neden olmuştur. Dışa açılmanın ilk dönemlerinde dış ticarete önemli bir dışsattım artışı gerçekleşmiş ve dışsattımın dışalım karşılama oranını yükseltmiştir (Kepenek ve Yentürk: 472). Ancak finansal liberalizasyonun gelişimi ödemeler dengesinde oynaklıklar oluşturmuş ve ithalat ile ihracat arasındaki fark yıllar itibariyle gittikçe artmıştır Grafik: 13. Bu açıkların artışı ithalatın çok daha hızlı bir şekilde artma eğiliminde olmasıyla ilgili olmaktadır. Kısa vadeli sermayeden ziyade Türkiye'ye gelen uzun vadeli yatırımların da ithalat düzeyi üzerinde etkisi büyük olmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımcıların yatırımlarını gerçekleştirmek için ihtiyaç duydukları ara malı ve diğer teçhizatlarını ülkeye getirmeleri de ithalat düzeyinde bir artış oluşturmaktadır.

Grafik: 12' nin genel bir değerlendirmesini yaptığımızda, ithalattaki artışın hızlanmasıyla doğrudan yabancı yatırımlardaki artışlar arasında bir paralellik olduğu görülmektedir. Artan yatırımlar ithal mal girdisini de artırmıştır. Ancak bu artışlar tamamen tek yönlü bir gelişme olarak değerlendirilemez, ihracat üzerine de pozitif artışlar oluştururlar. Önemli olan bu oranların birbirini karşılama düzeyinin sağlanmış olması ve hatta dengede fazlalık oluşturmasıdır. Doğrudan yabancı yatırımların kısa vadeli yatırımlardan farkı ve önemi de bu nokta ortaya çıkmaktadır. Kısa vadeli sermaye giriş-çıkış sonuçları daha çok ithalat lehine gerçekleşirken, doğrudan yabancı yatırımlar ve özellikle de üretken alanlara yönelik olan yatırımlar ihracat lehine gerçekleşmekte ve ekonomik büyüme ile refah artışını da beraberinde getirmektedir. Ancak ülkemiz için gelen doğrudan yatırımların daha çok farklı alanlarda işlem görmesi, sabit ve üretken sermaye yatırımına dönüşmemesi yüksek bir üretim potansiyeli meydana getirmemekte ve ihracat üzerinde yüksek düzeyde pozitif bir katkı sağlamamaktadır. Mevcut üretim potansiyeli ise daha çok yurtiçi piyasaya yönelik olup iç tüketime dönüşmektedir. Türkiye için dış piyasalara yönelik üretim sağlayan ve ihracat artışıyla ödemeler dengesine katkı sağlayan yabancı yatırım potansiyeli henüz oluşturulamamıştır. Bu durum ihracatın ithalatı karşılama durumunu olumsuz etkilemektedir.

Mal ticaretindeki liberalizasyon ve uluslararası doğrudan yabancı yatırım akımlarının liberalizasyonunun, özellikle son yıllarda arttığı ve ekonomiye çoğaltan şeklinde gerçekleştiği görülmektedir. Bunun için daha çok doğrudan yatırım çekebilme amacı güdülmektedir. Genellikle mal ticaretindeki liberalizasyon ile DYY arasında güçlü pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Mal ticaretindeki liberalizasyonun derecesi ne kadar çoksa doğrudan yabancı yatırımlar da o kadar çok olmaktadır (Çetintaş, 2001: 2).

2. 4. Türkiye’de Sermaye Akımları ve Sermaye Piyasası

Yabancı sermaye yatırımlarının ülke ekonomileri üzerindeki bir diğer önemli etkileri ise alıcı ülkenin sermaye piyasası üzerine olmaktadır. Yüksek miktarda sermaye girişi yurtiçi finansal piyasalar üzerinde yoğunlaşma oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların yeterince derinleşmemiş olması, yüklü bir fon girişinin ekonomi üzerinde olumsuz sonuçlar oluşturmaya neden olmaktadır. Fonların etkin bir şekilde, verimli yatırımlarda kullanılmaması geri ödeme sürecinde problemlere yol açmaktadır. Borçlanarak kullanılan kredilerin zamanında ödenmemesi iflaslara neden olmakta, alınan fonlar spekülâtif karakterliyse ekonomide neden olduğu ısınma bazı ülkelerde krizlere de yol açmaktadır (Kaya,1998: 39).

Sermaye piyasasında üç önemli aktör bulunmaktadır. Bunlar yatırımcı, ihracatçı ve aracıdır. Yatırımcı ile ihracatçıyı buluşturan aracılık faaliyetlerini ve bunlara ek olarak sermaye piyasası faaliyeti olarak nitelendirilen “diğerleri”ni yapmak ve bunlardan para kazanmak isteyen kuruluşların bu piyasayı düzenleyen hükümlere uymaları gereklidir (Tanör, 2003: 136).

İyi işleyen bir sermaye piyasası ekonomik gelişme sürecinde tasarrufları ve kaynak dağılımında etkinliği artırır. Bu durum fiyatlama sürecinde kaynakların daha iyi kullanımının sağlanmasına yardım eder. Ancak Türkiye’de kısa vadeli sermaye brüt giriş ve çıkışları işlem hacmi olarak milli gelir düzeyine yaklaşmakta ve çoğunlukla öngörülen fiyatlama sürecine uygun hareket etmemekte ve tüm finansal getirilerin uzun dönemde değer kaybetmesine ve nominal değerlerinde yapay oynamalara neden olmaktadır. Kurlardaki hareketler yabancı yatırımcıların getirileri üzerinde etkili olduğu için, yatırımcılar piyasadaki dalgalanmalara karşı oldukça duyarlıdır. Ayrıca sermaye piyasalarında yabancıların payı arttıkça önemli problemler ortaya çıkmakta, finansal duyarlılık artmaktadır. İMKB endeksinden de izlenebileceği gibi fazla ve nedensel olmayan hareketlilik reel üretim kapasitesini değil toplam kredi hacmini artırmakta ve tek başına bir krize neden olabilmektedir (Kaya, 1998: 40).

Milli hasıladaki dalgalanmalar İMKB Ulusal 100 endeksine de yansımakta, özellikle yaşanan ekonomik daralmaların ertesinde endeksin düşük seviyelerine gerilediği gözlenmektedir. Bunun yanında ekonomik büyüme ile birlikte İstanbul Borsası’na olan ilginin de arttığı gözlenmiştir. 1997 yılından bu yana büyüme oranlarındaki artışlar, 2004’deki 9.9’la

en yüksek büyümesini gerçekleştiren GSYİH' nin en yüksek seviyesinde iken İstanbul Borsası'ndaki yabancı yatırımcı payı da 65.6 sevisine çıkmıştır (İşeri ve Aktaş, 2005: 7). Ayrıca Türkiye' de menkul kıymetler borsasındaki beklentilerin olumlu yönde gelişmesi, portföy yatırımlarının artmasına önemli katkılar sağlamaktadır (TÜSİAD, 2000: 81).

Türkiye'de sermaye piyasalarında derinliğin artması, ekonominin büyüme kaydetmesi ile birlikte yabancı sermayenin ilgisi artmaya başlamış ve bugün Türk Sermaye Piyasasında hisse senetlerinde yabancıların ağırlığı yüzde 50'nin üzerine çıkmıştır (İşeri ve Aktaş, 2005: 5).

3. TÜRKİYE'DE YAŞANILAN KRİZLER VE SERMAYE HAREKETLERİ İLİŞKİSİ

Uluslararası yabancı sermayenin dolaşımında artan hareketlilik, gelişmekte olan ve piyasası yeterince derinleşmemiş, kırılgan bir yapıya sahip ülkelerin ekonomilerini finansal entegrasyona açmaları sonucu, bu ekonomilere bazı riskleri de beraberinde taşımıştır. Ülke paralarını birbirleri karşısındaki paritelerinin serbest piyasa ortamında dalgalanmaya bırakılmasıyla yatırımcıların riskleri artmış ve piyasalar, öncesi ile karşılaştırıldığında çok dalgalı bir hal almıştır (Kabaş, 2005:14). Bu durum ekonomilere gelen yabancı sermayede duyarlılığı arttırmıştır.

Yabancı sermayenin liberalizasyonu, giriş çıkışlardaki değişimler cari işlem açıklarını arttıran bir faktör olarak gelişmiştir. 1997 Asya krizi döneminde, Asya ekonomilerinde yüksek düzeyde sermaye hareketliliği yaşanmıştır. Örneğin kısa vadeli ve portföy girişleri, Güney Kore'de GSYH' nin %2' si dolaylarındayken, 1995-1996 arasında %2.8'e çıkmıştır. Endonezya'da % 0.2'den %2.3'e, Malezya'da %0.1'den %2.6'ya ve Tayland'da da %0.2'den %2.2'ye yükselmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar ise güney Kore'de 1990-1992' de GSYH' nin % 1.4'ü, 1995-96 döneminde %2.6'sıdır. Endonezya'da 1995' de GSYH' nin %1.2'sidir. Tayland'da %9, Malezya ve Filipinler' de % 5'dir. Ülkeye giren kısa vadeli ve portföy yatırımlarının yüksekliği yanında DYY girişleri de azımsanmayacak düzeydedir. Finansal liberalleşme bu ülkelere sermaye girişini önemli düzeyde arttırmıştır. Kısa vadeli borç oranı çok yüksek miktarlara ulaşan bu ülkelerde yüksek düzeyde çıkışlar ve oluşan finansal panik krize yol açan önemli bir faktör olmuştur (Parasız, 2002: 322-324).

Bunun gibi dünya genelinde diğer ülkelerde de, beklentilerin tersine dönmesiyle art arda krizler yaşanmıştır. Sermaye hareketliliğinin serbestliği ve sabit kur politikalarının teşvik ettiği ülke içine yönelik sermaye akımları, 1997' nin ortalarından itibaren Rusya'da da tersine akmaya başlamıştır. Asya krizi etkisi, petrol fiyatlarındaki düşüşler gibi dışsal şoklar Rusya'nın ödemeler dengesini olumsuz etkilemiş, artan ve döndürülmesi zorlaşan kısa vadeli borçlarla Rusya krizi meydana gelmiştir. Benzer durumlar Brezilya'da da yaşanmıştır. Sermaye akımlarını cezp etmek için uygulanan yüksek faiz oranları, kamu borçlarının GSMH' ya oranını ikiye katlamıştır. Kamu açıkları iç borçlarla, cari açıklar ise sermaye akımlarıyla finanse edilmeye çalışılmıştır. Git gide artan açıklar ve dışsal olumsuz etkiler altında Brezilya için de kriz kaçınılmaz olmuştur (Yay ve Diğerleri, 2001: 40-42).

Yabancı sermaye akımlarının Türkiye krizlerinde önemli düzeyde etkileri olmuştur. Finansal liberal politikalarla beraber spekülatif karakterli kısa vadeli yabancı sermaye girişleri önemli düzeyde artış göstermiş, ekonomideki beklentilerine göre geri dönüşler göstermiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar ise ilk dönemlerdeki ekonomik yapıyla sınırlı düzeylerde kalmış ve son zamanlarda artış trendine girmiştir.

Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı yatırımların genel ekonomik koşullara oldukça duyarlı olduğunu söyleyebiliriz. Bunun en güzel örneği 1994 sonrası kriz yıllarına göreli olarak Türkiye ekonomisinin genel koşullarının daha iyi olduğu 1995 ve 2000 yıllarında, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında önemli düzeyde artış göstermesidir (Kula, 2006: 190).

3. 1. Türkiye'de 1994 Krizi ve Sermaye Hareketleri

İthal ikameci politikalardan ihracata dönük büyüme modeline geçen Türkiye ekonomisi, 32 sayılı kararname ile finansal piyasaların liberalleştirilmesi yoluna gitmiş, bu durum Türkiye'deki finansal piyasaları her türlü dış etkiye açık hale getirmiştir.

Yeni dönemin Türkiye üzerindeki etkisi; finansal dengeleri bozuk, finansal kurumları zayıf, piyasaları sığ, sanayisi geri ve tarımsal üretimi düşük verimli olan Türkiye'de sık sık krizlerin ortaya çıkması sebebini doğurmuştur (Kazgan, 2001: 26).

Bunlardan ilk önemli kriz, mali serbestleşme sonrası ve küreselleşmeyle bağlantılı olarak 1994 yılında yaşanmıştır. Yaşanan bu krizde ülkede mevcut reel sektördeki aksaklıklar ve ülkenin mali yapısı etkili olurken, aynı zamanda 1990'dan itibaren ülkeye giren yabancı

sermayenin TL'yi aşırı değerlendirmiş olması ve bankaların dövizle borçlanması ve yurt dışından alınan sendikasyon kredilerinin yurt içinde yüksek faizle verilmesi gibi durumlar etkili olmuştur. Bu dönemde, bankacılık sektörünün dövizdeki açık pozisyonu ise 4.9 milyar dolara çıkmıştır (Cihan, 2005: 116).

Artan kredilerle birlikte iç pazarın canlanması, tüketim ve hammadde malları ithalatını arttırırken, TL' nin yabancı paralar karşısında değer kazanması ihracatı zorlaştıran, ithalatı kolaylaştıran bir unsur olmuştur. Türk Lirasının değer kaybı yönündeki bekleyişlerin yaygınlaşması ve yabancı sermaye çıkışlarıyla birlikte döviz rezervleri hızla erimeye başlamıştır (Kar: 15). O dönemde Merkez Bankası'nın iç varlıkları hızla artarken dış varlıklarının azalması karşısında ortaya çıkan kriz sinyallerine rağmen değerlenen TL'nin yeterli düzeyde düşürülememesi ya da faiz oranlarının yeterince arttırılamaması ekonomiyi krize götürmüştür (Parasız, 2002: 388). Bütün bu belirsizlikler içinde Hazine, kısa vadeli borçlanmayı sürdürmeye mecbur kalmış ve bu gelişme, ortamın belirsizliğini daha da arttırmıştır. Artan belirsizlikler faizlerin yüksek düzeyde kalmasına neden olmuş ve Hazinesin borçlanması giderek daha da pahalılaşmaya başlamıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2002: 260).

5 Nisan 1994 tarihinden itibaren hükümet tarafından bazı önlemler alınmaya başlanmıştır. Bu önlemlerin daha çok mevcut durumu atlarmaya yönelik girişimler olmasından dolayı ekonomide ileri dönemlerdeki sorunların kaynağını da oluşturmuştur. Bu dönemde hükümet izlediği politikada iki önemli noktada hareket etmiştir. İlki kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin teşvik edilmesi ve yurt dışına sermaye kaçışlarının önlenmesi amacıyla faiz oranlarının çok yüksek tutulması, yurt içi borçlanmanın hızlı bir şekilde artmasına neden olmuş ve bunun olumsuz sonuçları da 1990'lı yılların sonunda ortaya çıkmıştır. İkinci olarak, krizin başlamasıyla birlikte mevduat hesaplarına sınırsız devlet garantisinin tanınması, bankacılık sektörünü sonraki dönemlerde olumsuz yöne etkilemiştir. Bankacılık düzenlemeleri, hem istikrarsızlığın önemli bir nedenini oluşturmuş hem de sonraki krizlere zemin hazırlayan bir durum halini almıştır (Kar, 2003: 15).

1994 yılında yaşanan bu krizde, finansal liberalizasyonun getirdiği sermaye dolaşımının etkisiyle harekete geçen spekülâtif amaçlı sıcak paranın etkilerini görmek mümkündür. 1985-1994 yılları arasında Türkiye'ye yaklaşık olarak 32 milyar dolar sermaye girmiştir. Bunun 14 milyar doları cari işlemler ve net hata noksan açığının telafi edilmesinde, geriye kalan 18 milyar doların 7 milyar doları ise Merkez Bankası tarafından borç olarak kullanılmış, kalan 11 milyar doları ise ödemeler dengesinin finansmanı amacı dışında ülkeye

giriş yapan sermaye olarak görülmektedir. Spekülatif amaçlı, ülkeler arasındaki kazanç farklılıklarından kar elde etmeyi düşünen bu tür sermayenin Türkiye 1994 krizindeki etkisi de oldukça büyük olmuştur (Cihan, 2005: 18).

3. 2. Türkiye’de 2000-2001 Krizi ve Sermaye Hareketleri

Aralık 1999 yılında ülkemizde uygulamaya konulan, döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programı; sıkı maliye politikası ile faiz dışı fazlanın arttırılmasını, yapısal reformların gerçekleştirilmesini, özelleştirmenin hızlanmasını ve enflasyon hedefi ile uyumlu gelir politikası uygulamasını benimsemiştir (Kar, 2003: 16).

Türkiye, 1990’lı yıllarda dalga dalga yayılan finansal krizlerden etkilenmemek hem de olumsuz gidişatları durdurabilmek amacıyla IMF ile bir “yakın izleme” anlaşması yaptı. Program temelde maliye politikaları ve doğrudan para arzının denetlenmesiyle yakından ilgilidir. 1998’de ekonominin gidişatı, uygulanan para programına, dünyada yayılan krize rağmen olumlu sayılabılırdi. Ancak 1999 yılında program hedeflerinden sapmalar görüldü, TL değerleniyor, döviz kuru yükseliyor, enflasyon oranları artıyor ve işsizlik artıyordu. 2000 yılının diğer çok önemli bir olayı da faiz hadlerindeki hızlı düşüş olmuştur. 2000 yılının son aylarında açıklarını indirmek ve hesaplarını kapatma telaşına giren bankalar, TL darlığına düşerken faiz hadleri artışa geçmiştir (Kazgan, 2004: 238-240).

Cari işlemlerdeki açıkların artmasının yanı sıra, özelleştirme ve diğer yapısal reformların gecikmesi, piyasalarda yine tedirginliği arttırmış, sermaye girişlerini yavaşlatmış ve kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmiştir. Faiz oranlarındaki artışlar bankaların mali yapılarının bozulmasına neden olurken piyasada güvensizliği de arttırmıştır. Bu güvensizlik dövize yoğun bir şekilde talep oluşturmuştur (Cihan, 2005: 19).

Ayrıca Arjantin’deki olumsuz gelişmeler nedeniyle yükselen piyasalara karşı yabancı sermayenin ihtiyatlı yaklaşımı artmıştı. Demirbank’ da, uluslararası sendikasyon piyasasında kredilerini azaltma yoluna gittiği için, elindeki portföyünü yurtiçinden finanse etmek durumunda kalmıştı. Ancak yurtiçindeki iki bankanın Demirbank’a kredilerini kesmeleri bankayı ödeme güçlüğüne düşürdü. Faiz oranları yükseldi, bankanın elindeki finansal enstrümanlar düşük fiyattan satılmaya başlandı. Bu durum kamu tahvil satış paniğini başlattı ve sonunda Demirbank Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na (TMSF) devredilmek durumunda kaldı (Yay ve Diğerleri, 2001: 48).

Diğer taraftan, kriz öncesi ve kriz döneminde sıcak para şeklindeki yabancı sermaye giriş ve çıkışlarının, kriz oluşumunda ve gelişiminde etkisi büyük olmaktadır. Genel bir değerlendirme yapıldığında; kriz öncesi ilk on ay içerisinde, döviz kuru çapasının inandırıcılığı ve sıcak para için pozitif arbitraj getirisinin düşen faizlere rağmen devam etmesi sayesinde yabancı sermaye girişleri hızla artmış ve 15.2 milyar dolara ulaşmıştır. Bunun 14.2 milyar dolarlık kısmı ise borç arttıran yabancı sermaye şeklinde gerçekleşmiştir. Cari açığın sürdürülemeyeceğini ve döviz kuru hedeflerinin inandırıcılıktan çıktığını düşünen yabancı yatırımcıların ülkeyi terk etmesiyle Kasım 2000-Haziran 2001 döneminde çıkan net sermaye 10.4 milyar dolar olmuştur. Ülkeye giren 15.2 milyar dolarla çıkış yapan -10.4 milyar dolar arasındaki fark da ekonominin yabancı sermaye hareketleri dolayısıyla maruz kaldığı negatif şokun büyüklüğünü göstermektedir (Kar, 2003: 18).

Döviz rezervlerindeki yüksek kayıp Kasım 2000'de IMF' den alınan 7.5 milyar dolarlık kredi ile atlatılmış ve program sürdürülmeye devam edilmiştir. Yaşanan bu gelişmelerden üç ay sonra Şubat 2001'de döviz rezervlerinde tekrar kayıplar oluşmuş ve bunun sonucunda, rezervler 5.6 milyar dolar azalmış ve bu hareketlerin önüne geçilemeyeceği anlaşıldığından, 21 Şubat 2001 tarihinde kurlar dalgalanmaya bırakılmıştır (Cihan, 2005: 121).

4. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK ETKİLERİNİN ANALİZİ: BİR MODEL ÇALIŞMASI

4.1. Vektör Otoregresyon (Vector Autoregression (VAR)) Modeli

Geleneksel ekonometrik analiz, makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri 1970'li yıllara kadar büyük ölçekli ekonometrik modellere dayandırmaktaydı. Bu modeller iktisat teorilerinin test edilmesi, politika yapımı ve öngörü amaçlı kullanılmıştır. Ancak büyük ölçekli makro ekonometrik modellere karşı Sims (1980) köklü bir eleştiri başlatmıştır. Sims eşanlı modellerin belirlemesinde değişkenlerin içsel-dışsal ayırımıyla ve parametreler üzerine kısıtlama koymada keyfi uygulamalarla hareket edildiğini belirterek, bütün değişkenlerin içsel olarak kabul edildiği vektör otoregresyon (vector autoregression) kısaca VAR modelini geliştirmiştir. Burada vektör terimi iki ya da daha çok değişkenden oluşan bir vektörün ele alınmasından, otoregresyon terimi de bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin denklemin sağ tarafında yer almasından oluşmaktadır (Tarı, 2006: 434).

Bir VAR modelinde sistemde yer alan tüm değişkenler içseldir ve her biri kendi gecikmeli değerleri ile sistemde yer alan tüm değişkenlerin gecikmeli değerlerinin doğrusal bir fonksiyonu olarak tanımlanır. Burada gecikme sayısı bir şekilde tespit edilir. Tüm değişkenlerin tek bir vektörde toplanması durumunda, bu vektör otoregresyon (modeli) olarak görülebilir ve bu vektör kendi gecikmeli değerleri (birkaç gecikme ile) artı hata vektörünün doğrusal bir fonksiyonu olarak gösterilir. Tahmin her değişken için ayrı ayrı kendi ve diğer değişkenlerin gecikmeli değerlerinden oluşan regresyon modeli ile yapılır (Kennedy, 2006: 352).

VAR modellerine göre, “tüm değişkenler birbirlerini bir önceki (veya daha da önceki) değerleri ile etkilemektedirler”. Doğal olarak bu spesifikasyonla mutlak değeri ufak ve yıllar boyu çok az değişen x,y ve z serileri elde edilmeyebilir. Bu durumda her denklemde sadece bir önceki değil iki ve hatta daha önceki değerler kullanılabilir. Bunu da deneme sınama yöntemiyle belirlemek mümkündür. Bilgisayar programlarının sonuçları çok kısa sürede vermesi deneme sınama yönteminin kullanımını oldukça kolaylaştırmaktadır (Özel, 2000: 125).

4.1.1. VAR Modelinin Aşamaları

➤ Değişkenlerin seçimi, özelliklerinin belirlenmesi ve sıralanması. Değişkenler dışsaldan içsele doğru sıralanmalıdır. Sıra önemlidir, çünkü matris formunda sıra yanlış belirlenmişse sonuçlar farklı çıkabilmektedir. Örneğin, X ve Y içsel olarak belirlensin. Bunların sırası da kendi içlerinde ayrıca belirlenir,

➤ Durağanlık koşulunun sağlanması (mertebelerin aynı olması şart değildir). Stokastik ya da deterministik trendin ortadan kaldırılması gereklidir,

➤ Gecikme uzunluklarının belirlenmesi,

➤ Sistemin çalıştırdıktan sonra politik analiz ya da öngörünün yapılması (Tarı, 2006: 439).

4.1.2. Yöntem

Türkiye için sermaye hareketlerinin ekonomik etkilerinin analizinde, model olarak VAR analizi kullanılacaktır. Modelimiz iki bölümden oluşmaktadır. İlk olarak doğrudan yabancı yatırımların döviz kuru, ihracat, ithalat, milli hasıla üzerine etkileri analiz edilecektir.

İkinci olarak ise, kısa vadeli yabancı sermayenin borsa, döviz kuru, ihracat, ithalat ve milli hasıla üzerindeki etkileri analiz edilecektir.

Modelimizdeki değişkenler durağanlaştırılacak, birim kök testi ile değişen varyans ve otokorelasyon araştırılacaktır. Modelimize nedensellik testi uygulaması dahil edilmeyecek, söz konusu değişkenlerin sıralaması teorik olarak yapılacaktır.

4.2. YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİNİN EKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE YAPTIĞI ETKİNİN ANALİZİ

4. 2. 1. Doğrudan Yabancı Yatırımların Döviz Kuru, İhracat, İthalat, Büyüme Oranlarına Yaptığı Etkinin Analizi

Çalışmanın birinci ayağında Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Döviz Kurları, İhracat, İthalat ve milli hasıla değişkenleri kullanılmıştır. Modelde yer alan, doğrusallığı fazla olan değişkenlerin logaritması alınarak seriler durağanlaştırılmaya çalışılmıştır. Ayrıca değişkenlerin üçer aylık rakamsal değerleri kullanılarak, 1990: Q1 -2008: Q1 dönemlerindeki yüzde değişim oranları hesaplanarak veriler modele dahil edilmiştir. Söz konusu verilerin toplanması ve hazırlanmasında TCMB, DPT ve Hazine Müsteşarlığının web sayfalarındaki erişim hizmetlerinden faydalanılmıştır.

Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY): Çokuluslu şirketler tarafından başka ülkelere yapılan uzun vadeli yatırımlardır.

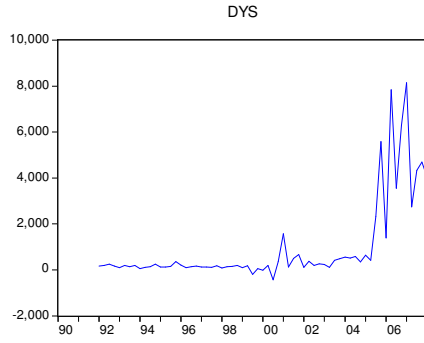
Döviz Kuru (Kur): TCMB tarafından hazırlanan Amerikan Doları bazında oluşturulmuş kur endeksidir .

İthalat (İth): Yıllar itibariyle Türkiye’de gerçekleşen ithalat düzeyini ifade eder.

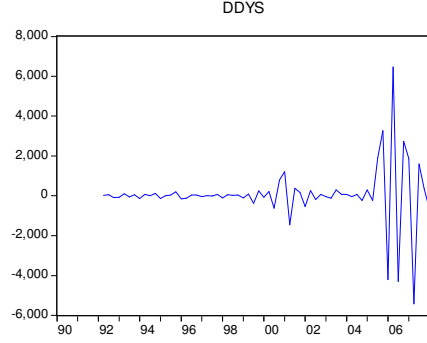
Büyüme Oranı: Sabit fiyatlarla açıklanan GSYİH büyüme oranları kullanılmıştır.

İhracat (İhr): Yıllar itibariyle Türkiye’de gerçekleştirilen ihracat düzeyini ifade eder.

VAR yöntemiyle analize dahil edeceğimiz değişkenlerimiz için ilk önce, zaman serisi analizlerinde değişkenler arasındaki ilişkinin açıklanmasına yönelik modellerde daha gerçekçi sonuçların elde edilmesi için kullanılan verilerde durağanlık testi uygulaması yapılmıştır.



Grafik: 14-a

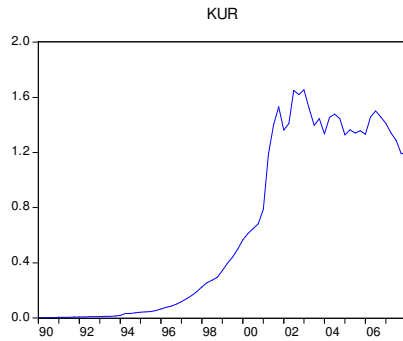


Grafik: 14-b

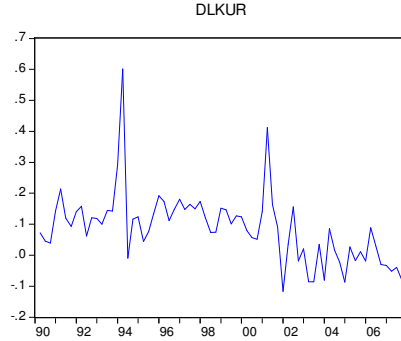
Grafik: 14

Doğrudan Yabancı Yatırımlar Serisi Grafikleri

Doğrudan yabancı yatırımlar için durağanlık testi uygulamasında, serinin birim kök içerdiği yani serinin durağan olmadığı görülmüştür. Grafik: 14-b' de fark işleminden sonra seri durağan hale gelmiştir.



Grafik: 15-a

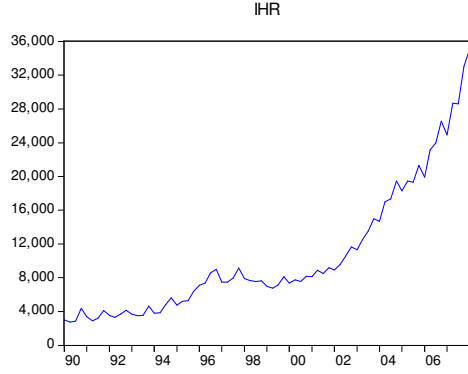


Grafik: 15-b

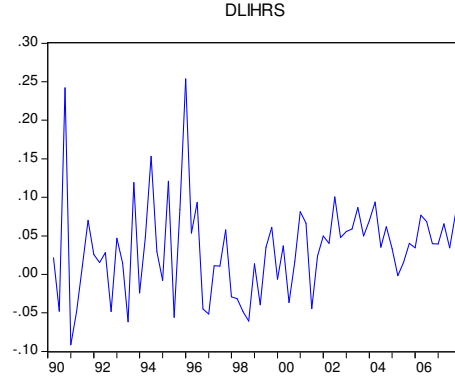
Grafik: 15

Döviz Kuru Serisi Grafikleri

Üssel artış sağlayan döviz kuru serisinin logaritması alındıktan sonra, kur durağanlık testine tabi tutulmuştur. Durağanlık testi sonucu H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Fark işlemcisi uygulanarak döviz kuru serisi $I(1)$ düzeyinde durağanlaşmıştır.



Grafik: 16-a

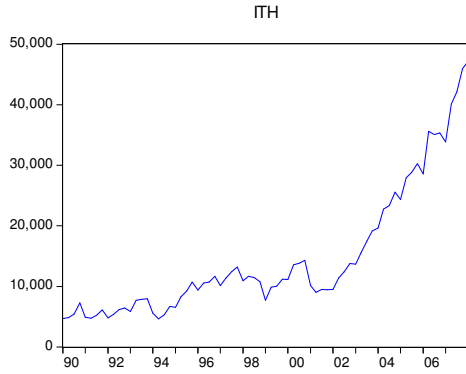


Grafik: 16-b

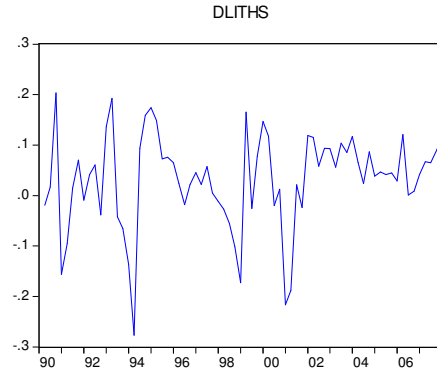
Grafik: 16

İhracat Serisi Grafikleri

Logaritması alınan ve mevsimsel düzeltirme uygulanan ihracat serisinin de düzey değerinde durağan olmadığı tespit edilmiştir. Fark işlemcisinin ardından ihracat serisi de durağanlaşmıştır.



Grafik: 17-a

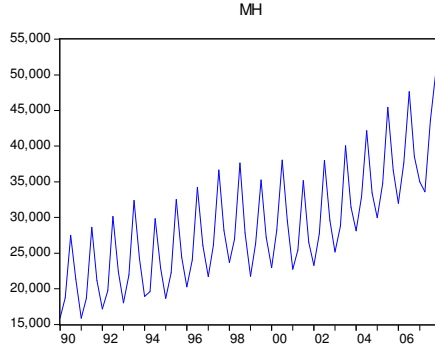


Grafik: 17-b

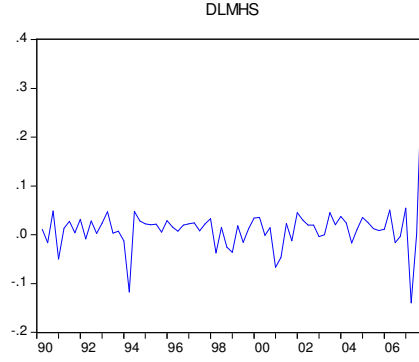
Grafik: 17

İthalat Serisi Grafikleri

Logaritması alınan ithalat serisine X11 metodu uygulayarak mevsimsel düzeltirme yapılmıştır. $I(0)$ düzeyinde durağan olmayan ithalat serisi ilk farkın alınmasıyla durağanlaşmıştır. Grafik: 17-b fark alınmış haldeki yeni grafiğimize baktığımızda düzelmeye sağlandığını ve serimizin durağanlaştığını görüyoruz.



Grafik: 18-a



Grafik: 18-b

Grafik: 18

Milli Hasıla Serisi Grafikleri

GSYİH serisi için Grafik: 18-a' ya baktığımızda serimizde ilk etapta göze çarpan mevsimsellik etkisidir. Kukla değişkenler kullanılarak mevsimsellikten arındırmaya çalışılmıştır. Fakat R^2 değeri yüzde 50'den küçük çıkmasından dolayı X11 metodu kullanılarak mevsimsellikten arındırılmıştır. Birinci farkın ardından milli hasıla serisi durağanlaşmıştır (Bkz: Tablo: 4).

Tüm değişkenlerimiz durağan hale geldikten sonra VAR analizinde değişkenlerin dıştan içe sıralamasında, Granger nedensellik testinden yararlanılabileceği gibi teorik yaklaşımla da yapılabilmektedir. Granger nedensellik testinde gecikme uzunluklarına bağlı olarak nedenselliğin yönünde değişim olabilmektedir. Bu nedenle çalışmamızda teorik yaklaşıma bağlı olarak değişkenlerin dıştan içe doğru sıralaması yapılmıştır. Buna göre değişkenlerimizin dıştan içe doğru sıralaması; doğrudan yabancı yatırımlar, döviz kuru, ihracat, ithalat, büyüme şeklinde olmaktadır. Çalışmada otokorelasyon ve değişen varyans durumunun görülmediği (Bkz: Tablo: 4 ve Tablo: 5) en küçük gecikme olan VAR(3) modeli kullanılmıştır.

Tablo: 4**Durağanlık Testi Sonuçları**

Değişkenler	Katsayılar	Gecikme uzunlukları	Değişkenler	Katsayılar	Gecikme uzunlukları	Karar
DYY	-0.192= τ	ADF(3)	DDYY	-4.446= τ	ADF(2)	I(1)
LKUR	-1.545= τ_{t+c}	DF	DLKUR	-3.835= τ	DF	I(1)
LİHR	-0.845= τ_{t+c}	DF	DLİHR	-8.172= τ_c	DF	I(1)
LİTH	-2.074= τ_{t+c}	ADF(1)	DLİTH	-5.410= τ	DF	I(1)
LMH	-2.226= τ_{t+c}	ADF(3)	DLMH	-3.529= τ	ADF(2)	I(1)

t = trend; **c** =sabit;

%5 düzeyinde $\tau = -1.946$; $\tau_c = -2.905$; $\tau_{t+c} = -3.473$ olarak Mac Kinnon kritik değerleri kullanılmıştır.

Tablo: 5. Değişen Varyans

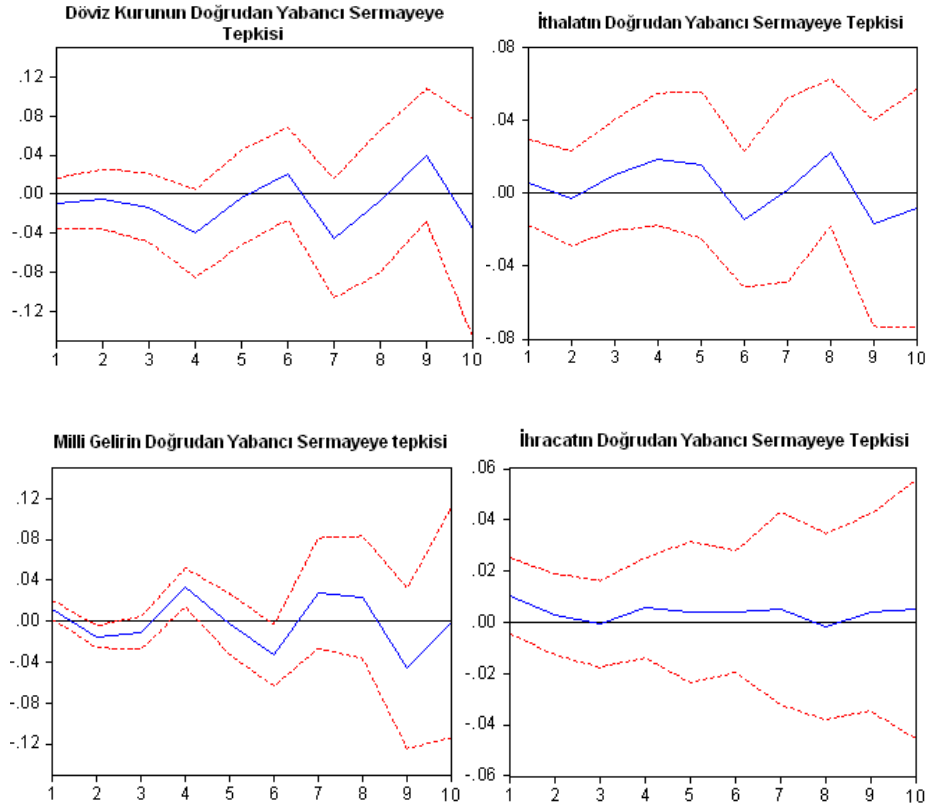
Ki-Kare	Fark	Olasılık
472.2072	450	0.2265

Tablo: 6. Otokorelasyon LM Testi

Gecikmeler	LM-İstatistiği	Olasılıklar
1	21.61909	0.6576
2	31.72300	0.1662
3	24.15705	0.5103
4	31.85259	0.1623
5	22.01266	0.6350
6	29.63358	0.2383
7	23.16567	0.5679
8	24.86889	0.4697
9	28.96641	0.2653
10	11.46990	0.9903
11	14.61364	0.9500
12	11.81064	0.9880

Grafik: 19.

Döviz Kuru, İthalat, Büyüme, İhracat Oranlarının Doğrudan Yabancı Yatırımlara Tepki Grafikleri



Grafik: 19. doğrudan yabancı yatırımlarda meydana gelen değişmeler karşısında döviz kurunun, ithalatın, milli gelirin ve ihracatın vermiş olduğu tepkileri göstermektedir. Döviz kuru, doğrudan yabancı yatırımlarda meydana gelen değişmeler karşısında negatif tepki vermekte ve bu tepki yaklaşık olarak 4 dönem devam etmektedir.

Doğrudan yabancı sermaye girişlerine ithalatın tepkisi başlangıçta pozitif yönlü olmuştur. kısa süreli negatif tepkinin ardından bu tepkinin 3. ayda kısa süreli negatif tepkinin ardından bu tepkinin yönü yine pozitif olmaktadır. İthalatta bu tepkinin nedeni olarak yabancı yatırımcının ülkeye getirebileceği ara mal ve teçhizat gibi unsurlar ile yatırım için gerekli olup da alıcı ülkede mevcut olmayan diğer malzemeleri gösterebiliriz.

Milli gelirin yabancı sermayeye tepkisi ilk 2 ayda pozitif yönlüdür. Daha sonraki 3 aylık dönemde negatif yapılmıştır. Milli gelirin tepkisi her iki durumda da zayıf seviyededir. son dönemlerde giriş yapan doğrudan yatırımların genelde sabit sermaye ve

üretim kapasitesini arttırıcı eğilimli olmayıp satın alma türünden yatırımlar olması bu etkinin zayıf düzeyde kalmasının nedeni olarak gösterilebilir.

İhracatın doğrudan yabancı sermayeye tepkisine baktığımızda genellikle pozitif yönlü bir tepki oluşturmaktadır. Artan doğrudan yabancı yatırımların etkisiyle ve mevcut üretimle birleşmesi ihracat seviyesini de yükseltmektedir.

Tablo: 7

Doğrudan Yabancı Yatırımların Varyans Ayrışım Tablosu

Dönem	Standart hata	DYY	KUR	İhracat	İthalat	Milli hasıla
1	1027.748	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1441.116	81.08616	0.377754	0.844946	0.719905	16.97123
3	1624.747	69.71489	0.542637	0.711520	1.638290	27.39267
4	1670.481	66.14645	3.401508	0.894192	1.671398	27.88645
5	1722.797	62.96258	4.154981	1.066687	1.571571	30.24418
6	1793.235	58.82640	3.866958	0.987720	1.453094	34.86583
7	1833.637	58.88154	4.776228	1.540014	1.433282	33.36894
8	1933.149	60.60909	4.771989	1.505103	1.291140	31.82268
9	1970.520	61.42195	4.603631	1.558642	1.638958	30.77682
10	2071.659	57.00977	4.246357	1.703024	1.948067	35.09279

Tablo:7 doğrudan yabancı yatırımlardaki değişmelerin dönemler itibariyle hangi değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir. Bu tabloya göre, doğrudan yabancı yatırımları 1. dönemde %100 oranında kendi gecikmesi açıklamaktadır. Dönemler ilerledikçe doğrudan yabancı yatırımlardaki değişmeleri açıklamada döviz kuru, ihracat, ithalat ve milli hasıla oranlarının etkileri bulunmaktadır. Genellikle DYY' nin kendi kendini açıkladığı, dolayısıyla doğrudan yatırımların diğer değişkenlere göre daha dışsal bir değişken olduğu açık bir şekilde görülmektedir. Doğrudan yatırımlardaki değişmeler genel olarak %60 kendi gecikmesi tarafından açıklanmaktadır. Doğrudan yatırımlarda sonra gelir seviyesinin ikinci sırada açıklayıcı etkisi bulunmaktadır. Ortalama olarak %27 oranında gerçekleşmektedir. Döviz kuru yaklaşık %3 oranında iken, ihracat ve ithalatın etkisi %1 civarındadır. Doğrudan yabancı sermaye girişlerini ülkedeki üretim ve tüketim yapılarına bağlı olarak karlarına etki ettiğinin gösterilmesi bakımından anlamlıdır.

Tablo: 8**Döviz Kurunun Varyans Ayrışım Tablosu**

Dönem	Standart hata	DYY	KUR	İhracat	İthalat	Milli hasıla
1	0.100533	0.966987	99.03301	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.117728	0.877031	81.91844	0.014231	4.054018	13.13628
3	0.125951	2.019172	77.18314	0.012528	4.484574	16.30058
4	0.143094	9.486381	60.29269	6.476848	3.973610	19.77047
5	0.144833	9.309639	59.45043	6.522827	5.280581	19.43652
6	0.154024	10.11190	52.85872	6.315384	4.921220	25.79277
7	0.163421	16.54627	48.22281	7.100159	4.494213	23.63655
8	0.168592	15.70813	45.31752	6.899743	4.577769	27.49684
9	0.182574	18.24144	38.65867	5.887193	4.060077	33.15262
10	0.191406	19.95765	36.93782	6.670068	4.190201	32.24426

Tablo: 8’de döviz kuru varyans ayrışım tablosundan görüldüğü gibi 1. dönemde döviz kuru oranının gecikmesi kendisini %99 oranında, geri kalan %1’lik kısmı da DYY açıklamaktadır. Daha sonraki dönemlerde doğrudan yabancı sermaye ve gelir düzeyinin etkilerinde diğer değişkenlere göre daha fazla oluştur. Doğrudan yatırımların etkisi %18 seviyesine, milli hasıla ise %32 seviyesine kadar çıkmıştır. İhracat ve ithalatın etkileri ise yaklaşık %10 düzeyinde kalmıştır.

Tablo: 9.**İhracat Varyans Ayrışım Tablosu**

Dönem	Standart hata	DYY	KUR	İhracat	İthalat	Milli hasıla
1	0.057453	3.229434	1.270622	95.49994	0.000000	0.000000
2	0.060339	3.174750	2.774476	86.76313	0.032692	7.254952
3	0.060905	3.125898	2.741739	85.25901	1.752544	7.120814
4	0.063413	3.671493	4.779593	82.38949	1.620329	7.539096
5	0.064784	3.897729	5.652131	79.14987	1.804917	9.495358
6	0.065167	4.271788	5.837449	78.22512	1.893931	9.771707
7	0.065779	4.853306	5.902689	77.49711	2.051442	9.695455
8	0.066166	4.860208	5.885564	76.61778	2.032532	10.60391
9	0.066352	5.166594	5.946461	76.25941	2.078685	10.54885
10	0.066928	5.614358	5.881053	75.07055	2.105049	11.32899

Tablo: 9’da yer alan değerlerden de görüldüğü gibi doğrudan yabancı yatırımların ihracat üzerinde önemli sayılabilecek derecede belirleyici değildir. İhracatın kendi gecikmeli değerleri dışında, ihracat üzerinde en yüksek etkiyi milli hasıladan sonra DYY

oluşturmaktadır. DYY' nin ihracat üzerindeki açıklayıcı etkisinin sınırlı kalmasının birinci nedeni DYY girişinin henüz istenilen potansiyelde gerçekleşmediği iken, ikinci neden olarak da gelen doğrudan yatırımların çoğunlukla satın almalar şeklinde olduğunu göstermektedir.

Tablo: 10

İthalat Varyans Ayrışım Tablosu

Dönem	Standart hata	DYY	KUR	İhracat	İthalat	Milli hasıla
1	0.090623	0.405296	21.44602	1.635061	76.51362	0.000000
2	0.099375	0.421383	18.66024	3.980594	75.94325	0.994535
3	0.107257	1.242489	16.41769	3.603476	66.82304	11.91330
4	0.111218	3.922907	15.41015	6.783377	62.31189	11.57167
5	0.115676	5.420206	15.51683	6.319138	59.25235	13.49148
6	0.117387	6.726428	15.18290	6.136617	57.68306	14.27100
7	0.119500	6.509009	15.59687	6.201441	56.00532	15.68736
8	0.124038	9.243544	14.72695	5.797477	51.98756	18.24447
9	0.125449	10.79902	14.47329	5.904293	50.89353	17.92986
10	0.132175	10.13384	13.26346	5.632703	46.12370	24.84630

Tablo: 10'da yer alan ithalat varyans ayrışım değerlerine baktığımızda ithalatın kendi gecikmesini açıklayıcı etkisi en yüksek düzeyde gerçekleşmektedir. Mili gelirin ithalatı açıklayıcı etkisi 5. dönem itibarıyla %13.4 olarak gerçekleşirken, kurun etkisi %15.5 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Tablo: 11

Milli Hasılanın Varyans Ayrışım Tablosu

Dönem	Standart hata	DYY	KUR	İhracat	İthalat	Milli hasıla
1	0.037446	9.255510	8.681846	0.005824	15.16886	66.88796
2	0.042034	20.72526	7.734620	0.294399	13.43875	57.80697
3	0.061896	12.86876	5.274077	0.482751	9.684994	71.68942
4	0.075253	27.92120	3.721123	1.763510	6.572684	60.02148
5	0.084166	22.43865	5.663106	2.154586	8.034407	61.70925
6	0.103518	25.16044	3.784254	1.439125	5.442548	64.17364
7	0.109771	28.60913	5.608522	2.436782	5.678141	57.66743
8	0.131953	22.92416	4.161952	2.218566	4.599992	66.09533
9	0.144294	29.37670	4.311673	2.253527	3.938517	60.11958
10	0.161311	23.51000	5.044685	2.996996	4.275360	64.17296

Milli gelir varyans ayrışım tablosu büyümenin kendi gecikmeli değerleri dışında en önemli etkinin doğrudan yabancı yatırımlar tarafından gerçekleştiğini göstermektedir.

Büyüme üzerinde ihracatın belirleyici etkisi genel olarak düşük düzeyde kalmıştır. Tablo: 11' de görüldüğü gibi 1. dönemde ihracatın büyüme üzerindeki etkisi yok denecek kadar azdır. Bu dönemde milli gelir kendi gecikmesini %66.8'le açıklarken, ithalat %15.1, döviz kuru %8.6 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde büyüme için açıklayıcı etkisi ise %9.2 olarak gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlar, dönemler itibariyle artış göstererek 10. dönemde %23.5'lik bir etki göstermişlerdir. Milli hasıla üzerinde ihracat ve ithalatın etkilerinin düşük, doğrudan yabancı yatırımların etkisinin yüksek olması, Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımların dış ticaret hacmini artırıcı nitelikte olmadığını yani daha çok iç piyasaya dönük üretim ağırlıklı olduğunu gösterdiği şeklinde yorumlanabilir.

4.2.2. Kısa Vadeli Yabancı Yatırımların Borsa, Döviz Kuru, İhracat, İthalat ve Büyüme Oranlarına Yaptığı Etkinin Analizi

Çalışmanın ikinci ayağı olan Kısa Vadeli Yabancı Yatırımların etkileri analiz edilmiştir. Bu çerçevede Borsa, Döviz Kuru, İhracat, İthalat ve milli hasıla değişkenleri kullanılmıştır. Modelde yer alan, doğrusallığı fazla olan değişkenlerin logaritması alınarak seriler durağanlaştırılmaya çalışılmıştır. Değişkenlerimizin durağanlıklarının belirlenmesini daha önce anlattığımız için bu kısımda sadece Borsa değişkeninin durağanlaştırılması üzerinde durulacaktır. Ayrıca değişkenlerin üçer aylık rakamsal değerleri kullanılarak, 1990: Q1 - 2008: Q1 dönemlerindeki yüzde değişim oranları hesaplanarak veriler modele dahil edilmiştir. Söz konusu verilerin toplanması ve hazırlanmasında yine TCMB, DPT ve Hazine Müsteşarlığının web sayfalarındaki erişim hizmetlerinden faydalanılmıştır.

Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar: Menkul kıymetlerin alım ve satımı şeklinde gerçekleşen kısa vadeli işlemlerden oluşan sermaye dolaşımıdır.

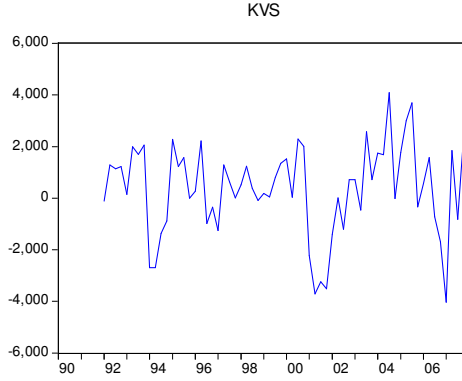
Borsa: Menkul kıymetlerin ticaretinin yapıldığı kurumsal piyasalardır. TCMB' den endeks değerleri alınmıştır.

Döviz Kuru (Kur): TCMB'den alınan Amerikan Doları bazında oluşturulmuş kur endeksidir.

İhracat (İhr): Yıllar itibariyle Türkiye'de gerçekleştirilen ihracat düzeyini ifade eder.

İthalat (İth): Yıllar itibariyle Türkiye'de gerçekleşen ithalat düzeyini ifade eder.

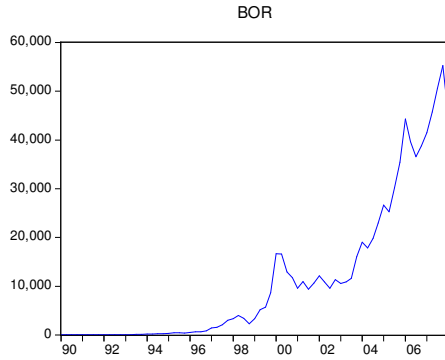
Büyüme Oranı: Sabit fiyatlarla açıklanan GSYİH büyüme oranları kullanılmıştır.



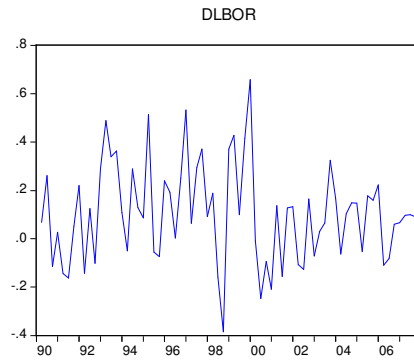
Grafik: 20

Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Serisi Grafiği

Kısa vadeli sermaye girişlerini ifade eden birim kök testi sonuçları Tablo: 12'den de görülebileceği gibi durağan çıkmıştır.



Grafik: 21-a



Grafik: 21-b

Grafik: 21.

Borsa Serisi Grafikleri

Borsa endeks serisi için Grafik: 21-a' ya baktığımızda, serinin durağan olmadığını görmekteyiz. Borsa endeks serisine 1 fark işlemcisi uygulandıktan sonra Grafik: 21-b' deki gibi durağanlaşmıştır.

Tablo: 12

Durağanlık Testi Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	Gecikme uzunlukları	Değişkenler	Katsayılar	Gecikme uzunlukları	Karar
KVS	-5.025= τ	DF				I(0)
LBOR	-0.852= τ_{t+c}	DF	LDBOR	-5.710= τ	DF	I(1)

t = trend; c =sabit;

%5 düzeyinde $\tau = -1.946$; $\tau_c = -2.905$; $\tau_{t+c} = -3.473$ olarak Mac Kinnon kritik değerleri kullanılmıştır.

Kısa vadeli sermaye akımlarının etkisinin incelendiği bu kısımda değişen varyans ve otokorelasyonun görülmediği en küçük gecikme olan VAR(3) modeli ile analiz yapılmıştır.

Tablo: 13. Değişen Varyans

Ki-Kare	Fark	Olasılık
550.8019	504	0.0733

Değişen varyans ölçütlerine baktığımızda, modelimiz için değişen varyansın söz konusu değildir.

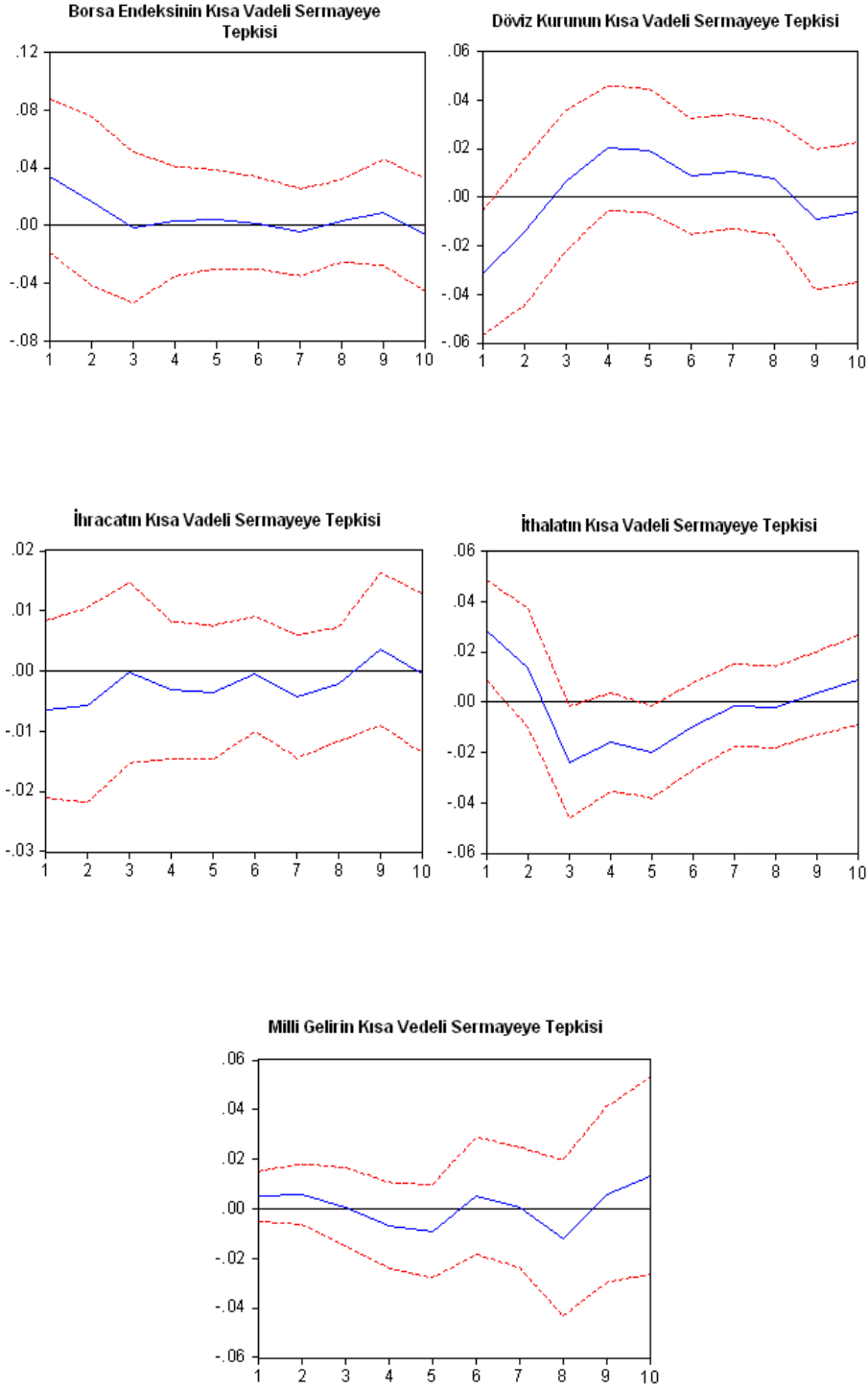
Tablo: 14. Otokorelasyon LM Testi

Gecikmeler	LM-İstatistiği	Olasılıklar
1	28.97570	0.7907
2	31.21061	0.6957
3	40.41467	0.2815
4	46.15292	0.1197
5	32.71534	0.6256
6	41.67362	0.2376
7	28.86612	0.7949
8	46.29241	0.1169
9	26.86192	0.8652
10	42.85776	0.2006
11	34.18831	0.5550
12	25.77555	0.8965

LM testine göre modelimizde otokorelasyonun bulunmadığı yani hata terimleri arasında bir çoklu ilişkinin söz konusu olmadığı görülmektedir.

Grafik: 22

Borsa, Döviz Kuru, İhracat, İthalat ve Büyüme Oranlarının Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlara Tepki Grafikleri



Grafik: 22 kısa vadeli yabancı yatırımlarda meydana gelen değişimler karşısında borsa, döviz kuru, ihracat, ithalat ve büyüme oranının vermiş olduğu tepkileri göstermektedir. Borsa, kısa vadeli sermaye girişi karşısında yaklaşık iki dönem pozitif tepki vermektedir ve daha sonra bu tepki sönükleşmektedir.

Döviz kurları ise kısa vadeli sermaye akımlarında meydana gelen bir birimlik şok karşısında iki dönem negatif yönlü tepki vermiştir. Daha sonra bu tepkinin yönü pozitif olmaktadır. Ulusal paradaki değerlenmenin ardından hızlı ve toplu haldeki para çıkışlarından dolayı döviz kurlarının tekrar yükselmesi bu durumu açıklamaktadır.

Kısa vadeli sermaye girişindeki artışlar ulusal parayı değerli yaparken bu durum ihracat düzeyinde gerilemelere neden olmaktadır. İhracat düzeyinin dönemler itibariyle genellikle negatif düzeylerde seyretmesi kısa vadeli sermaye girişinin ihracatı pahalılaştırıp olumsuz etkilemesinden kaynaklanmaktadır.

Kısa vadeli sermaye girişleri karşısında ithalatın tepkisi pozitif yönlü olmaktadır. Kısa vadeli sermaye girişleri ithalatı hem likidite bollaşması hem de döviz kuru seviyesindeki gerilemelerden dolayı etkilemektedir. Bu durumun oluşmasındaki sebep ise belirttiğimiz gibi KVS girişindeki artışın kurlara yansması ve ihracat ile ithalat düzeyini etkilemesidir.

Milli gelir seviyesindeki tepkiler ise ilk iki dönem pozitif olup sonraki üç dönem negatif tepki oluşturmuştur. Gelir seviyesi sermaye girişleri karşısında olumlu etkilenirken ani çıkışlarda ise olumsuz etkilenmiştir.

Tablo: 15.

Kısa Vadeli Sermayenin Varyans Ayrışım Tablosu

Dönem	Standart hata	KVS	Borsa	KUR	İhracat	İthalat	Milli hasıla
1	1507.156	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1652.294	88.54475	2.941787	0.092164	0.052995	4.900546	3.467760
3	1884.717	72.25596	6.513180	2.472108	1.017594	9.398452	8.342703
4	1987.964	65.14417	7.609319	4.088798	0.971194	11.46892	10.71760
5	2102.788	59.95567	6.859504	4.562473	0.869848	10.95127	16.80123
6	2128.958	60.04384	7.374302	4.556435	0.931716	10.69168	16.40202
7	2283.251	52.39407	6.763038	3.965680	0.978332	9.387065	26.51181
8	2351.832	49.70554	6.456202	4.222045	1.234867	8.939513	29.44183
9	2491.628	44.61620	5.893854	4.110501	1.181825	8.216614	35.98101
10	2731.035	37.33828	4.954632	4.155245	1.006035	6.897073	45.64873

Tablo: 15 kısa vadeli sermaye akımlarındaki değişmelerin dönemler itibariyle hangi değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir. Bu tabloya göre, kısa vadeli sermayeyi 1. dönemde %100 oranında kendi gecikmesi açıklamaktadır. Dönemler ilerledikçe kısa vadeli yatırımlardaki değişmeleri açıklamada borsa, döviz kuru, ihracat, ithalat ve milli gelirin etkileri bulunmaktadır. Genellikle kısa vadeli sermayenin kendi kendisini açıkladığını, dolayısıyla kısa vadeli yatırımların diğer değişkenlere göre daha dışsal bir değişken olduğu açık bir şekilde görülebilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerindeki değişmeler genel olarak %60 üzerinde kendi gecikmesi tarafından açıklanmaktadır. Örneğin; 6. ayda borsa değişiminin %7.3'ünü, döviz kuru %4.5'ini, ihracat %0.9'unu, ithalat %10.6'sını ve GSYİH %16.4'ünü açıklamakta, kısa-vadeli yatırımlarsa kendi gecikmesini aynı dönem için %60'ını açıklamaktadır. Bu anlamda kısa vadeli sermaye girişlerini daha çok mali baskınlıktan dolayı artan faiz oranlarına karşı daha duyarlı olduğunu söyleyebiliriz.

Tablo: 16.

Borsanın Varyans Ayrışım Tablosu

Dönem	Standart hata	KVS	Borsa	KUR	İhracat	İthalat	Milli hasıla
1	0.210758	2.620169	97.37983	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.222651	2.913121	91.80156	4.682198	0.140030	0.360166	0.102923
3	0.227760	2.787887	88.65906	4.796376	1.351608	0.668485	1.736583
4	0.228738	2.781350	88.06188	4.783089	1.526565	0.685530	2.161589
5	0.233016	2.713449	85.05068	4.771333	1.472074	0.679854	5.312605
6	0.233238	2.713069	84.89131	4.854803	1.478584	0.685977	5.376255
7	0.239788	2.606383	80.31658	4.596499	1.440469	0.656060	10.38401
8	0.243562	2.545596	77.85263	4.814794	1.454842	0.647221	12.68492
9	0.248731	2.570516	74.66972	4.736805	1.473020	0.638651	15.91129
10	0.262138	2.378107	67.24798	4.508286	1.334738	0.577860	23.95303

Tablo: 16'da borsa endeksi üzerinde hangi değişkenlerin ne ölçüde etkili oldukları görülmektedir. Nitekim borsa endeksi kendi gecikmeli değerini en yüksek düzeyde kendisi belirlemektedir. Dönemler ilerledikçe diğer değişkenlerin de borsa endeksi üzerinde daha belirleyici olma yönündeki etkilerinden söz etmek mümkün olmaktadır. Bu değişkenler arasında en açıklayıcısı milli gelir olmaktadır. Kısa vadeli sermaye girişlerinin borsa endeksi üzerindeki açıklayıcılığı ise sınırlı ve değişmeyen nitelikte olmaktadır. Genel itibariyle borsa endeksinin kendi gecikmesini açıklayıcı etkisi yaklaşık %80 düzeyinde olmaktadır. 7. dönemi

ele alırsak kısa vadeli sermayenin borsa endeksi üzerindeki belirleyiciliği %2.6, döviz kurunun %4.5, ihracatın %1.4, ithalatın %0.6 ve milli gelirin %10.3 olarak gerçekleşirken, borsanın kendi gecikmesini açıklayıcı etkici aynı dönem için %80.3 olarak gerçekleşmektedir.

Tablo: 17.

Döviz Kurunun Varyans Ayrışım Tablosu

Dönem	Standart hata	KVS	Borsa	KUR	İhracat	İthalat	Milli hasıla
1	0.103400	9.136923	0.403248	90.45983	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.115655	8.847629	0.547676	77.44884	0.032607	4.182411	8.940832
3	0.124064	7.982848	1.801289	74.10893	0.103032	6.495650	9.508250
4	0.131940	9.387846	1.995876	67.90904	0.165880	6.042386	14.49898
5	0.134874	10.95995	2.911248	65.02935	0.174285	5.831105	15.09406
6	0.142554	10.17130	3.343266	58.27034	0.491461	5.303220	22.42041
7	0.150110	9.665883	3.180600	52.94815	0.706015	4.926445	28.57291
8	0.154373	9.390942	3.205578	50.70276	0.751908	4.959122	30.98969
9	0.171654	7.888030	2.620836	41.36392	0.608576	4.041557	43.47708
10	0.173154	7.885016	2.696096	41.64108	0.925318	4.007247	42.84524

Döviz kuru için varyans ayrışım tablosuna baktığımızda kurların kendi gecikmeli değerlerini açıklamadaki etkileri yaklaşık olarak %60'larda gerçekleşmektedir. Döviz kurunu açıklamada diğer değişkenlerin etkisi sınırlı düzeyde kalırken kendisinden sonra ilk sırayı milli gelir almaktadır. İkinci sırada ise kısa vadeli sermaye girişleri belirleyici olmaktadır. Genel olarak bakıldığında 5. dönem için kurları açıklayan değişkenlerden milli gelir %15, kısa vadeli sermaye %10.9, ithalat %5.8, borsa endeksi %2.9 olarak açıklamaktadır.

Tablo: 18.

İhracat Varyans Ayrışım Tablosu

Dönem	Standart hata	KVS	Borsa	KUR	İhracat	İthalat	Milli hasıla
1	0.057957	1.211818	2.994901	0.175825	95.61746	0.000000	0.000000
2	0.061931	1.895662	7.092032	1.294620	84.81702	0.788646	4.112024
3	0.063540	1.802941	6.785918	4.002902	81.63954	1.856694	3.912008
4	0.065115	1.957605	6.769464	3.839832	78.07568	1.793098	7.564325
5	0.066700	2.155806	6.655686	3.863943	74.41470	1.737057	11.17281
6	0.067742	2.094086	6.506740	4.057255	72.31963	1.699424	13.32287
7	0.071897	2.213241	5.781449	3.740433	64.24996	1.528268	22.48665
8	0.072321	2.280033	5.843691	4.419486	63.62371	1.605453	22.22762
9	0.078531	2.152411	4.960668	3.755847	54.00944	1.361728	33.75991
10	0.081316	2.010274	4.686628	4.327082	50.55016	1.281054	37.14480

Tablo: 18 ihracat üzerinde dönemlere göre değişkenlerin açıklayıcı etkisini göstermektedir. Görüldüğü gibi ihracat üzerinde 1. dönem için KVS %1.2, borsa %2.9, döviz kuru %0.1 etkili olup ithalat ve gelirin etkisinden söz etmek mümkün olmamaktadır. Ancak diğer dönemlerdeki belirleyici etkilere baktığımızda KVS' nin etkisi son derece sınırlı ve düşük düzeyde kalırken milli gelirin ihracat üzerindeki belirleyiciliği 10. dönemde %37.1 olarak gerçekleşmiştir. Yine 10. dönem için KVS %2, borsa %4.6, döviz kuru %4.3, ithalat %1.2 düzeyinde açıklayıcı etkiye sahiptir.

Tablo: 19.

İthalat Varyans Ayrışım Tablosu

Dönem	Standart hata	KVS	Borsa	KUR	İhracat	İthalat	Millihasıla
1	0.081048	12.33648	8.605752	16.66458	1.399069	60.99411	0.000000
2	0.090371	12.12738	16.93014	13.45627	2.140852	54.57225	0.773103
3	0.097882	16.25759	14.54865	12.32429	2.108548	50.74264	4.018278
4	0.100517	17.94119	14.34077	13.17032	2.042289	48.31757	4.187864
5	0.104343	20.29080	14.26260	12.31194	2.121815	45.23145	5.781403
6	0.107831	19.79949	14.59297	11.90862	2.035976	42.93484	8.728102
7	0.108381	19.61379	14.61051	11.81332	2.300542	42.81608	8.845755
8	0.113171	18.02135	13.40662	10.84503	2.117976	39.45248	16.15655
9	0.114164	17.80158	13.18044	11.32464	2.184264	38.82637	16.68270
10	0.119584	16.75127	12.08007	10.34327	2.032408	35.41585	23.37713

İthalat düzeyini belirleyici etkiye sahip olan değişkenlerden ilk sırayı yine ithalatın kendi gecikmesi dışında milli gelir almaktadır. İkinci olarak en büyük etkiye sahip değişken olarak kısa vadeli sermaye girişleri gelmektedir. Genel itibariyle ithalatın kendi gecikmeli değerlerinin açıklayıcı etkisi yaklaşık olarak %40 seviyesinde olmaktadır. 7. dönem için değişkenlerin belirleyiciliklerine baktığımızda milli gelir %8.8, döviz kuru %11.8, borsa endeksi %14.6, KVS %19.6, ihracat %2.3'lük açıklayıcı etkiye sahiptir. Bu anlamda kısa vadeli sermaye girişleri ithalat üzerinde likidite genişlemesiyle etkili olduğu söylenebilir.

Tablo: 20.

Milli Hasılanın Varyans Ayrışım Tablosu

Dönem	Standart hata	KVS	Borsa	KUR	İhracat	İthalat	Milli hasıla
1	0.039662	1.525764	1.756391	6.465148	0.004446	11.22955	79.01870
2	0.046740	2.673175	3.072961	8.382870	0.165692	8.535743	77.16956
3	0.061836	1.540299	1.788064	5.858599	0.720539	6.238201	83.85430
4	0.079495	1.645981	1.106884	6.002305	0.545838	3.894716	86.80428
5	0.083927	2.650061	1.332115	7.241543	1.008875	3.694493	84.07291
6	0.113903	1.654207	0.849099	4.273291	0.560382	2.015458	90.64756
7	0.117423	1.558425	0.883602	6.431340	1.282296	1.924619	87.91972
8	0.148397	1.613326	0.565812	4.098576	0.972303	1.276150	91.47383
9	0.169968	1.343086	0.547022	5.000011	0.992172	1.017851	91.09986
10	0.185731	1.644528	0.544437	5.119276	1.377464	0.941649	90.37265

Büyüme oranı, varyans ayrışım tablosunda görüldüğü gibi gelir kendi gecikmeli değerlerini tüm dönemler için en yüksek düzeyde açıklayıcı etkiyle kendisi belirlemektedir. Milli gelirdeki artışlar yabancı sermaye için cazip edici bir unsur olarak öne çıkarken diğer değişkenlerin gelir üzerindeki etkileri sınırlı düzeyde kalmıştır. Ancak gelirin kendisinden sonra en yüksek etkiye sahip değişken olarak ithalat öne çıkarken, ikinci sırada bunu döviz kuru takip etmektedir.

SONUÇ

Uluslararası sermayenin sınır tanımaksızın dolaşımını sağlayan liberal politikalar, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin temel politikalarının başında gelmektedir. Küreselleşmenin önüne geçilemediği 21. yüzyıl bilgi çağında, ekonomik, politik, gelir düzeyleri ve sosyal yapıları birbirinden farklılık gösteren ülkeler, daha hızlı büyüme ve kalkınma çabası içine girmişlerdir. Gelişmiş ülkelerin sanayileşmeye paralel olarak geliştirdikleri teknoloji ve sermaye oluşumu, ulusal sınırlar dışına çıkmış, üretim, yönetim ve pazarlama yönünden uluslararası yapıya kavuşmuştur. Gelişmiş ülkeler arasında oluşan bu yapı, ülkelerin piyasalarının birbirine yakınlaşmasını sağlamıştır.

Önceleri daha çok çeşitli ticaret anlaşmalarıyla mal ticaretinde serbestleşmeye giden ülkeler, artan ihtiyaçlar karşısında zamanla finansal anlamda da liberal politikalara ihtiyaç duymuşlardır. Finansman sıkıntılarının giderilmesinde yabancı kaynakların kullanımı hem resmi hem özel kesim için olmazsa olmazların başında gelmiştir. Başlangıçta sadece gelişmiş ülkeler arasında izlenen liberal politikalar, sonraları pastadan pay almak isteyen diğer gelişmekte olan ülkelerin de eklenmesiyle yaygınlık kazanmıştır. Böylece dolaşan yabancı sermayenin, hem gelişmiş ülkeler arasında hem de gelişmekte olan ülkeler arasındaki hareketliliği daha da artmıştır.

Yabancı sermayenin dünya genelindeki ilk hareketleri olarak bilinen resmi borçlanma ve daha sonraları plan proje kapsamında krediler ve diğer yardım kredileri yabancı sermayeyi ilk dönemlerde daha çok resmi ellerde dolaştırmıştır. Ancak 1980'li yıllardan sonra ülkelerin finansal liberalleşmeye yönelmeleri ve 1990'lı yıllarla hız kazanan liberalleşme politikaları yabancı sermayeyi bu şekilde çeşitlendirmiş, hareketlendirmiş ve miktar olarak da arttırmıştır. Bu gelişmeler yabancı sermayeyi resmi ellerden özel ellere doğru bir dönüşüme götürmüştür. Böylece yabancı sermaye serbest koşullar altında istediği gibi hareket edebilen, ülke sınırları arasında dolaşabilen bir güç olarak gelişmiştir.

Sermaye akımları çeşitli şekillerde olabilmektedir. Bunlardan birincisi; bir ülkedeki kişi ya da kurumların bir başka ülkede kalıcı ekonomik kazanç elde etme amacıyla

gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. İkincisi, hisse senetleri, tahvil, ticari kağıtlar ve mevduat sertifikası gibi enstrümanları içeren portföy yatırımlarıdır. Ayrıca diğer sermaye hareketleri olarak nitelendirilebileceğimiz kısa vadeli sermaye hareketleri ve uzun vadeli sermaye hareketleri olarak da sermaye girişleri meydana gelebilir.

Ülkelere yönelen sermaye kompozisyonu da bu çeşitlerden oluşmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar bir ülkeye, ya döviz transferi yolu ile ya üretimde kullanılarak makine, teçhizat ve diğer üretim araçları şeklinde ya da lisans, teknik bilgi, know-how gibi maddi olmayan haklar şeklinde girmektedir. Doğrudan dış yatırımlar yoluyla globalleşen dünya bir anlamda ülke ekonomisinin dünya ekonomisiyle rekabet halinde olmasını sağlamaktadır. Bu tür yabancı sermaye, tüm dünya ülkeleri için aranan nitelikte sermaye çeşidi olmaktadır. Çünkü DYY ülke ekonomisinde bazı dışsallıklar oluşturarak etkilerin halkalarını arttırmaktadırlar. Söz konusu ülkenin karakteristik özelliklerine göre sermayenin dışsallığı da değişebilmektedir. Örneğin piyasası yeterince gelişmemiş bir ülkenin dışa açılması sonucu ekonomide yerli firmaların rekabete dayanamayıp bir bir çekilmesi ekonomide yabancı tekeli veya kartel gibi tehlikeler istenmeyen durumlar olurken, ülkeye giren DYY' nin ekonominin üretken potansiyel kaynaklarıyla birlikte çalışıp, piyasada pozitif taşmalara yol açması sonucunu doğurabilmektedir. Bu da; dolaysız yabancı yatırımların sermaye faktörünü taşıması ve bu yatırımların sermaye birikimini hızlandırması “kaynak dağılımı etkinliği” (resource allocation efficiency) ni sağlamaktadır. Etkinlik ve verimlilikteki gelişme üretim artışını sağlamak ve dolaysız yabancı yatırımların ekonomi üzerindeki bu yansıması “üretim etkinliği” (production efficiency) olarak gerçekleşmekte, kaynakların kullanımının doğrudan yabancı yatırımcıların elinde olması, alıcı ülke için ülke kaynakları üzerindeki kontrol yetkisini sınırlandırarak bağımlılığı arttırmaktadır. Bu etki ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının bağımsızlık etkisini oluşturmaktadır. Öte yandan DYY' nin ülke ekonomilerinde oluşturduğu pozitif taşmaları bilgi taşıması, refah artışı gibi etkilerle açıklamak mümkündür. Bu nedenlerden dolayı bir çok ülke için DYY çekmek diğer sermaye türlerine oranla daha büyük önem arz edebilmektedir. Ancak doğrudan yabancı yatırımlar çoğunlukla iç piyasanın ihtiyaçlarına yönelik gerçekleştiriliyorsa o zaman görülür düzeyde bir ihracat artışından söz edilemez. Bu durumda yabancı sermayenin etkisi milli hâsıladaki artışlarla kendisini gösterir. Bu genellemeler dünya ülkelerinin her biri için aynı derecede söz konusu olmamakla birlikte, ülkelerin karakteristik özelliklerine göre şekillenebilmektedir.

Uluslararası portföy yatırımları, bir yabancı firmanın veya yurtdışında yerleşik bir kişinin bir ülkenin borsasında işlem gören şirket hisse senetlerini, yatırım fonlarını, şirket tahvillerini ve devlet garantili bono/tahvilleri satın alması şeklinde ortaya çıkan mali işlemler olarak gerçekleşmektedir. Bu sermaye çeşidinin bazı olumlu katkıları olabilmektedir. İlk olarak ve çoğunlukla alıcı ülkede yurtiçi yatırımları arttırması ve yabancı sermaye girişlerinin sermaye maliyetini daha da düşürerek kazanımlar sağladığı iddia edilmektedir. Fakat bu sadece uluslar arası portföy yatırımları için geçerli olmamakta; sermaye girişlerinin tüm türleri için geçerli olmaktadır. İkinci olarak uluslar arası portföy akımları alıcı ülkenin yatırımcı temelini oluşturmaya yardım edebilir ve alıcı ülkenin finansal piyasasını geliştirmeyi sağlayabilir. Bir ülkede yabancı portföy yatırımlarının artması, yerel sermaye piyasalarının likiditesini arttırarak piyasalarda etkinliği yükseltir. Bu faydalar sermaye girişlerine düzenli bir görünüm kazandırabilir. Olumsuz etkileri ise, iktisat politikaları önündeki kısıtlayıcı etkisi, dolaylı yaptırım gücünden ya da sermaye kaçıışı tehdidinden kaynaklanmaktadır. Yabancı portföy yatırımlarının GOÜ yönetimleri üzerinde diğer bir olumsuz etkisi de, potansiyel risk taşımasıdır. Portföy yatırımlarında aşırı dalgalanmaların olması durumunda, döviz kurları ve faiz oranlarında istikrarsızlıklar olmakta, döviz rezervleri düzeyine bağlı olarak da ödemeler dengesinde krizler olabilmektedir.

Nitekim liberalizasyon sürecine hızlı bir şekilde girme amacıyla olan ve böyle bir ortamdan yaralanmayı ümit edinen Asya ve Latin Amerika ülkeleri ile Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler, bu süreçte ortaya çıkabilecek olumsuzlukları dikkate almamış, beklemedikleri ve öngörmedikleri birçok sorunla karşı karşıya kalmışlardır. Çünkü finansal piyasaları yeterince derinleşmemiş, mali baskınlık ve para ikamesi yüksek olan bu ülkelerin ekonomileri dış şoklar karşısında kırılabilirlik düzeyleri gelişmiş ülkelere göre daha yüksek seviyededir. Böyle bir politikayı seçen GOÜ'nin sermaye hesaplarını serbestleştirmeleri sonrasında para politikaları, faiz haddi ve kurlar üzerindeki etkinlikleri de azalmıştır.

Globalleşme eğilimleri ile birlikte sermaye akımlarının ulusal makro ekonomik dengeler üzerinde belirleyiciliği de artmıştır. Özellikle kısa vadeli sermayenin başlangıçtaki etkisi ülkelerin döviz kurları üzerinde olmaktadır. Buradan ithalat ve ihracata doğru bir dalga olarak cari işlemler dengesini etkilemektedir. Daha sonra bu dalga büyüme ve halkın refahına yansımaktadır. Bu anlamda geçmiş dönemlerde ani ve büyük sermaye çıkışlarının yaşanması veya sermaye girişlerinde dalgalanmaların olması belirsizlikleri arttırmaktadır. Bu nedenle daha güvenilir ortamlar meydana getirmek amacıyla sermaye girişi üzerine bazı kısıtlayıcı

politikaların benimsenmesi gerektiği düşüncesi ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte uygulamada da bu görüşü benimseyen ülke sayısının oldukça sınırlı kaldığı söylenebilir.

Bu anlamda GOÜ için uzun vadeli ve doğrudan yabancı yatırımlardan pay alabilme daha olumlu katkılar sağlarken, bu türdeki sermayenin ülkenin ileriye yönelik kalkınma ve büyüme hedeflerine uyumlu özelliği ülkeler için daha büyük önem arz etmektedir.

Dünya genelinde yaşanan değişimlere uyum sağlamak, konjunktürel olumsuzluklardan korunmak ve sanayileşmesini hızlandırabilmek gibi çeşitli nedenlerle dışa açılma gereği duyulan Türkiye’de liberalleşme adımı 24 Ocak 1980 kararlarıyla başlatılmıştır. İlk dönemlerde mal ticaretinde serbestleşmeye gidilmiş, daha sonra da finansal piyasaların uluslar arası piyasalarla entegrasyonu yönünde adımlar atılmıştır. Nitekim 1989 yılı kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi ile ilgili düzenleme ile finansal serbestleştirme de tamamlanmıştır.

İlk dönemlerde önemli bir düzeyde doğrudan yabancı yatırımdan söz etmek mümkün olmamakla birlikte, artışlar daha çok yüksek faiz oranlarından kazanç sağlama ümidiyle gelen kısa vadeli yabancı sermaye şeklinde gerçekleşmiştir. Gelen sermaye büyüme üzerinde bir artış gibi görünse de, beklenmedik zamanlarda yüksek oranlı çıkışlardan dolayı büyüme oranları istikrarsız hale gelmiştir. Özellikle 1994 ve 2001 yılında meydana gelen krizlerde özellikle faiz arbitrajından para kazanma arzusunda olan spekülatif sermayenin ani ve toplu halde hareket etmesinin önemli etkilerinin olduğu söylenebilir. Kısa vadeli sermaye akımları ile birlikte son yıllarda genellikle satın alma türünden de olsa doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında da önemli artışlar meydana geldiği gözlenmektedir.

Bu bağlamda Türkiye’ye gelen doğrudan yabancı yatırımlar ile kısa vadeli yabancı sermayenin makro ekonomik değişkenler üzerine etkileri VAR yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımların döviz kuru, ihracat, ithalat ve milli hasıla üzerindeki etkileri ile kısa vadeli yabancı sermayenin borsa, döviz kuru, ihracat, ithalat ve milli hasıla üzerindeki etkileri incelenmiştir.

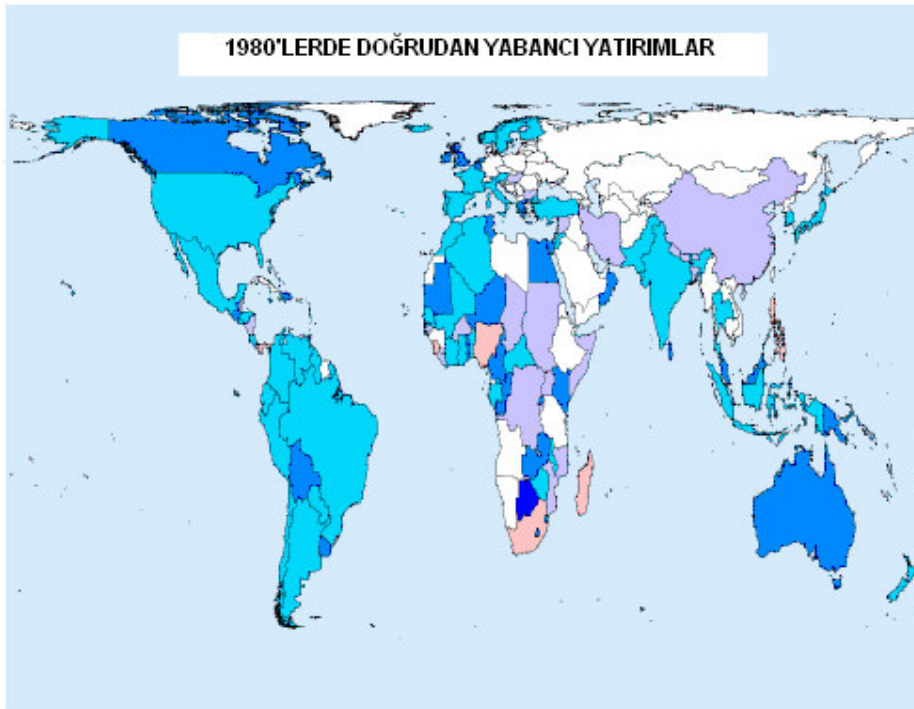
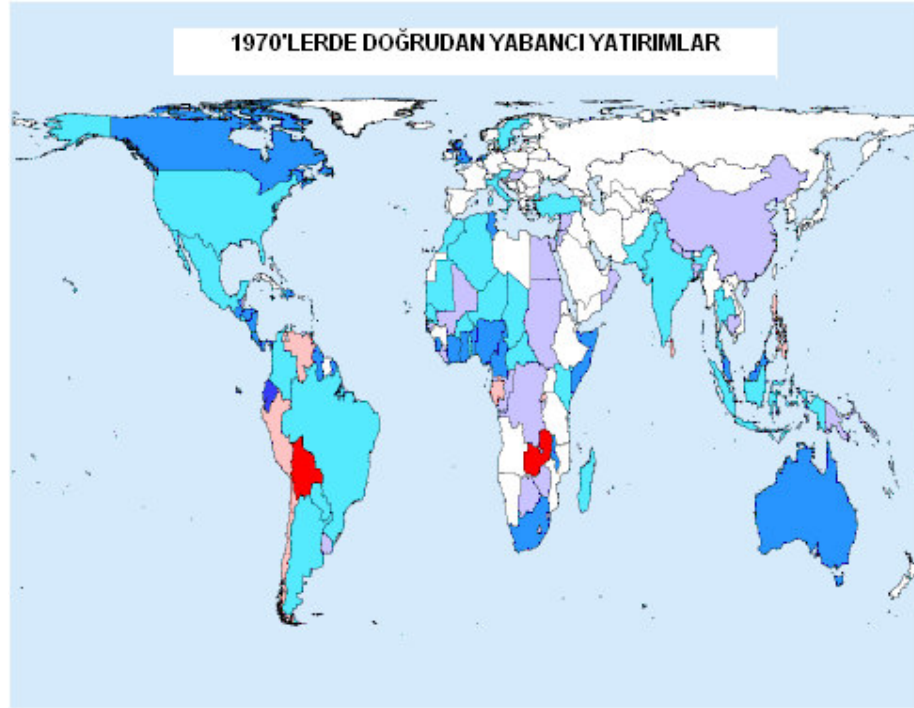
Elde edilen sonuçlara göre; doğrudan yabancı sermaye girişleri karşısında döviz kurları düşerken, ihracat, ithalat ve büyüme pozitif yönlü tepki vermektedir. Doğrudan yabancı yatırımların gelir seviyesi üzerinde açıklayıcı etkisi fazla iken, ihracat ve ithalat üzerinde ise düşük düzeydedir. Bu anlamda Türkiye’ye gelen yabancı sermayenin dış ticaret

hacmini arttırıcı eğiliminin düşük olduğunu, daha çok iç piyasanın talebini karşılamaya yönelik olduğu söylenebilir.

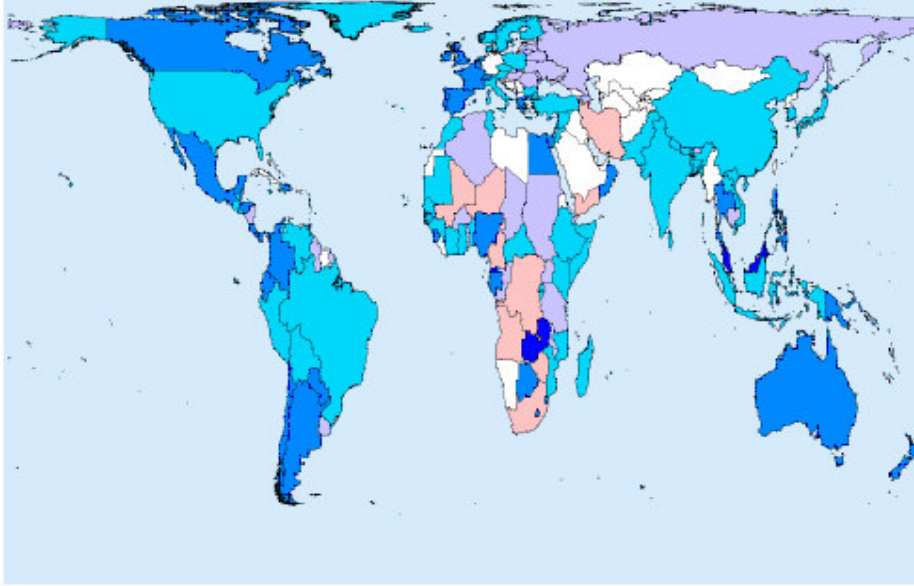
Kısa vadeli sermaye girişleri karşısında borsa endeksi, milli gelir ve ithalatın tepkisi pozitif olurken, döviz kuru ve ihracatın tepkisi ise negatif eğilimli olmaktadır. Ancak bu etkiler kısa vadeli olmakla daha sonra meydana gelen toplu ve ani sermaye çıkışları döviz kurlarını arttırmakta ve büyümeyi azaltmaktadır. Fakat kısa vadeli sermaye akımlarının söz konusu değişkenler içerisinde en fazla etkisinin döviz kuru ve ithalat üzerine olduğu ifade edilebilir.

EKLER

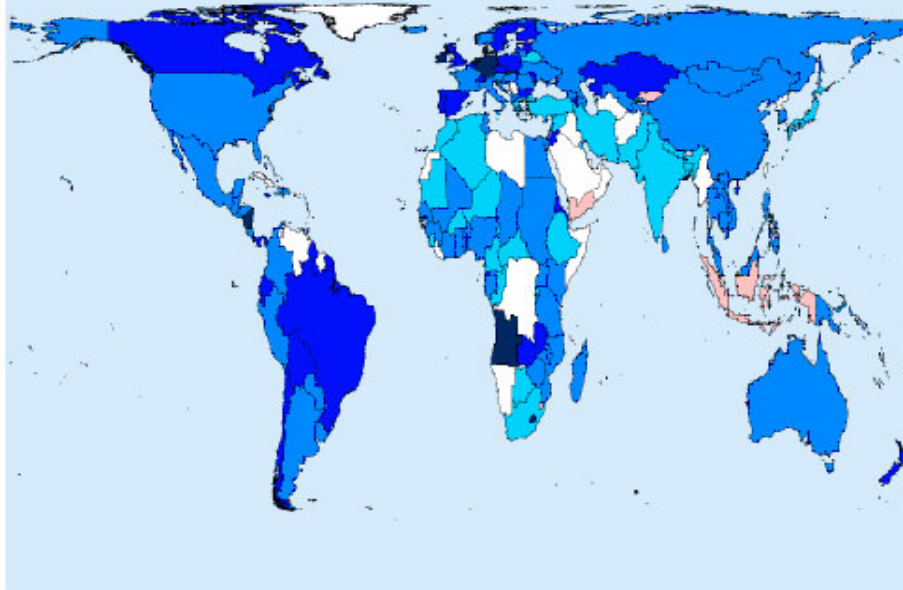
EK: 1. Doğrudan Yabancı Yatırımların Yıllar İtibariyle Dünyaya Dağılımı



1990'LARDA DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR



2000'LERDE DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR



Doğrudan Yabancı Yatırımlar

1970
1980
1990
2000

DYY (GSYİH'nin Toplamda %)

Red	-20 - -5
Orange	-5 - -0.001
Purple	0
Light Blue	0.001 - 1
Blue	1 - 5
Dark Blue	5 - 10
Very Dark Blue	10 - 35
White	Veri yok

KAYNAKÇA

Acartürk, Ertuğrul ve Arslaner, Hakan, “Geçiş Ülkelerinde Devletin Ekonomik Rolü Yabancı Sermaye ve Özelleştirme: Kırgızistan Örneği”, (15.06.2007).
www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/ertugrulhakan.doc.

Akdiş, Muhammet, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi”, Aktive Dergisi, No: 36, 2004.
<http://makdis.pamukkale.edu.tr/Mak21.htm>. 2004. (10.08.2007)

Aktan, Coşkun Can ve Vural, İstiklal Y., “Globalleşme Sürecinde Çokuluslu Şirketler”,
www.canaktan.org/ekonomi/cok-uluslu/aktan-makale.pdf. (15.08.2007).

Akyüz, Yılmaz and Cornford, Andrew, “Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System”, UNCTAD/OSG/DP/143, No: 143, November, 1999,
<http://www.unctad.org/en/docs/dp-143.en.pdf>. (25.06.2007).

Alantar, Doğan, “Sıcak Para Hareketleri ve Tobin Vergisi”, <http://www.mtk.gov.tr/eserler/para.doc>.

Aldemir, Şenkan, “Türkiye Ekonomisinde Döviz Kurunun Yurtiçi İthalat Fiyatlarına Geçiş Etkisi: 1988-2004”, UEDTP, Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikalar, T.C. Dış Ticaret Müsteşarlığı Yayınları, Yıl: 1, Sayı:2, 2007.

Alfaro, Laura; Kalemli-Özcan, Şebnem ve Volosovych, Vadym, “Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions”, The NBER Conference on Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences, December 17-18, 2004. August 2005.

Altinkemer, Melike, “Capital Inflows and Central Bank’s Policy Response”, The Central Bank of the Republic of Turkey, Research Department, December 1998.

Altinkemer, Melike, “Capital Flows: The Turkish Case”, The Central Bank of the Republic of Turkey, Research Department, Discussion Paper No: 9601, December 1995.

Arat, Kürşad, “Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, Temmuz 2003.
<http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/kursadarat.pdf>. (22.07.2007)

Aslan, Serkan, “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslar arası Sermaye Hareketleri ve Türkiye”, T.C. Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, T.C. YÖK Dokümantasyon Merkezi, İstanbul 2001.

Atalay, Mehmet ve Turhan, Mustafa, “Küreselleşme, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türk İmalat Sanayi”, Devlet Planlama Teşkilatı: Elektronik Kütüphane Sitesi, 2001, <http://ekutup.dpt.gov.tr/planlama/42nciyil/atalaym.pdf77>. (22.07.2007).

Ayvaz, Y. Yüksel; Baldemir, Ercan ve Ürüt, Serap, “Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik ve Kalkınmaya Etkilerinin Ekonometrik İncelemesi”, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Yıl: 2006, Cilt: 13, Sayı: 1, Celal Bayar Üniversitesi, İİBF, Manisa, 2006.

Baek, In-Mee, “Portfolio Investment Flows to Asia and Latin America: Pull, Push or Market Sentiment?”, Elsevier, Journal of Asian Economics, www.sciencedirect.com (15.08.2007).

Baharumshah, Ahmad Zubaidi and Thanoon, Marwan Abdul-Malik, “Foreign Capital Flows and Economic Growth in East Asian Countries”, China Economic Review 17 (2006) 70-83, North-Holland, www.sciencedirect.com. (10.07.2007).

Bal, Harun, “Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye”, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:222. İstanbul, 2001.

Banga, Rashmi, “The Direct and Indirect Impact of Foreign Direct Investment on Produktivity Growth in Indian Manufacturing”. 2001

Baçoğlu, Ufuk, “Finansal Serbestleşme ve Uluslar arası Portföy Yatırımları”, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 4, 2000.

Bhanu V., “Role of Foreign Direct Investment in India’s Manufacturing Exports and Fiscal Decentralisation”, National Productivity Council, Department of Commerce, Nizam College (Autonomous), Osmania University, Basheerbagh, Hyderabad 2005.

Boratav, Korkut, ve Yelden, Erinç, “Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (in-)Stability, and Patterns of Distribution”, version: December, 2001, www.bilkent.edu.tr/yeldane/B&YCEPA2002.PDF. (22.06.2007).

Candemir, Aykan, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme ve İstihdam Üzerindeki Etkileri”, TİSK-İşveren Dergisi, Mayıs 2007.

Celine, Liew Chern, “What is The Role of International Capital Market Volatility for, Growth?”, Masters Thesis, Department of Economics and Management Science, Humboldt-Universität zu Berlin, July 2002.

Cihan, Ömer, “Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye’ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri”, Uzmanlık Tezi, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, s. 30, Ankara, 2005.

Chan Z. ve Khan S.M, “Patterns of Capital Flows to Emerging Markets: A Theoretical Perspective”, Working Paper No:WP/97/13, International Monetary Fund, 1997.

Corbo, Vittorio and Hernandez, Leonardo, “Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows”, Latin American Style Versus East Asian Style, The World Bank, International Economics Department, International Finance Division, Policy Research Working Paper 1377.

Çetintaş, Hakan, “Global Bir Ekonomide Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Rekabet”, www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/global.doc. (16.06.2007).

Çulha, Ali, “A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows Into Turkey”, The Central Bank of the Republic of Turkey, Research and Monetary Policy Department Working Paper, No: 06/05, October 2006.

Demir, Gülten, “Asya Krizi ve IMF”, İstanbul Der Yayınları, 1999.

Demir, Firat, “Volatility of Short Term Capital Flows, Financial Anachyand Private Investment in Emerging Markets: A Panel Data Approach”, Department of Economics, Hester Hall, 729 Elm Avenue, University of Oklahoma, Norman, Oklahoma.

Dikmen, F. Hakan, “Yabancı Sermaye Hareketlerinin Nedenleri ve Türkiye’ de Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkileri”, T.C. Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü İktisat Politikası Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2003.

Dodd, Randall, “Managing the Economic Impact From Foreign Capital Flows”, Informal Hearings of Civil Society on Financing for Development, UN Headquarters, Conference Room 3, 22 March 2004.

Dooley, Michael P., “Are Capital Inflows to Developing Countries a Vote For or Against Economic Policy Reforms?”, In The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion and Consequences, P. R. Agenor, M. Miller, D. Vines and Weber, eds. Newyork: Cambridge University Pres, 2000.

Dooley, Michael; Fernandez-Arias, Eduardo and Kletzer, Kenneth, “Is The Debt Crisis History?”, Recent Private Capital İnflows to Developing Countries, The World Bank, International Economics Department, Debt and International Finance Dvision, Policy Research Working Paper 1327. 1994

DPT, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu”, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, Devlet Planlama Teşkilatı Özel İhtisas komizyon Raporu: 2514-ÖİK: 532, Mayıs, Ankara, 2000

DTM, “Dış Ticaretin Görünümü”, TC Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirmeler Genel Müdürlüğü, 2006-I.

DTM, “Global Bir Ekonomide Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Rekabet”, TC Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dış Ticaret Dergisi, Yıl: 6, Sayı: 22, Temmuz 2001.

Edwards, Sebastian, “Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention”, University of California, Los Angles and National Bureau of Economic Research Conference on “Economic and Financial crises in Emerging Market Economies”, October, 2000, Revised: September 2001.

Elbadawi, Ibrahim A. and Soto Raimundo, “Capital Flows and Long-Term Equilibrium Real Exchange Rates in Chile”, Policy Research Working Paper, The World Bank Policy Research Department, Macroeconomics and Growth Division 1306, 1994.

Emil, M. Ferhat ve Vehbi M. Tuğrul, “Uluslar arası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği”, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Hazine Dergisi, Sayı: 15, Mayıs-Aralık 2002.

Erdal, Fuat ve Tatoğlu, Ekrem, “Locational Determinants of Foreign Direct Investment in an Emerging Market Economy: Evidence From Turkey”, *Multinational Business Review*, Vol.10, No.1, 2002.

Eren, Erol ve Samsunlu, Ayşegül, “Yabancı Sermaye ve Türkiye’de Elektronik, Kimya ve Toprak Sektörlerinde Faaliyet Gösteren Yatırım Ortaklıklarının Performanslarının İncelenmesi”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4(1) 2003, 71-88, http://www.1.dogus.edu.tr/dogustru/journal/cilt_4_sayi_1/M00086.pdf. 2003. (22.07.2007).

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

FED, “Capital Flows and Exchange Rates in the Pacific Basin”, Federal Reserve Bank Economic Research and Data, FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco. 1998.

Fedderke, J.W. and Liu, W., “Modelling the Determinants of Capital Flows and Capital Flight: With an Application to South African Data From 1960 to 1995”, Elsevier, *Economic Modelling* 19 (2002) 419-444, accepted 17 April 2001, www.elsevier.com/locate/econbase. (18.06.2007).

Fernandez-Arias, Eduardo, “The New Wave of Private Capital Inflows Push or Pull?”, The World Bank International Economics Department Dept and International Finance Division, Policy Research Working Paper 1312, June 1994.

Ghose, Ajit K., “Capital İnflows and İvestment in Developing Countries”, Employment Strategy Papers, Employment Analysis Unit Employment Strategy Department 2004/11, 2004.

Girma, Sourafel ve Görg, Holger, “Foreign Direct Investment, Spillovers and Absorptive Capacity: Evidence From Quantile Regressions”, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: EconomicStudies, No: 13/2005.

Glick, Reuven and Hutchison, Michael, “Capital Controls and Exchange Rate İnstability in Developing Economies”, Pacific Basin Working Paper Series, Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies Economic Research Department, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper No. PB00-05. 2002.

Grandes, Martin and Reisen, Helmut, “Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Performance in Argentina, Brazil and Mexico”, NACIONES UNIDAS CEPAL, Revista de la CEPAL, Reviev 86, AUGUST 2005, www.eclac.org/id.asp?id=23596-25k. (22.06.2007)

Güloğlu B. ve A. E. Altunoğlu, “Finansal Liberalleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No: 27, Ekim 2002.

Helleiner, G. K., "Capital Account Regimes and the Developing Countries", International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol. VIII. <http://r0.unctad.org/p166/modules2001/mod4/Helleiner.pdf>. 1990. (10.06.2007).

Hiç, Mükerrerem, "Türkiye Ekonomisinin Analizi, Başlıca Ekonomik Göstergeler", İstanbul Üniversitesi Yayın No: 2665/454, Güryay Matbaacılık, İstanbul, 1980.

Hoggarth, Glenn and Sterne, Gabriel, "Capital Flows: Causes, Consequences and Policy Responses", Handbooks in Central Banking, Issued by the Centre for Central Banking Studies, Bank of England, London, December 1997.

Hoti, Suhejla, "Trends and Volatilities in International Capital Flows for Developing Countries", Department of Economics, University of Western Australia, www.iemss.org/iemss2002/proceedings/pdf/volume%20due/354_hoti.pdf. 2002. (15.07.2007).

Hsiao, Frank S. T. and Hsiao, Mei-chu W., "Capital Flows and Exchange Rates: Recent Korean and Taiwanese Experiences and Challenges", Department of Economics, University of Colorado, USA. 2001.

IIF, "Capital Flows to Emerging Market Economies", Institute of International Finance, The Global Association of Financial Institutions, Economic Research & Data, March 6, 2008, <http://www.iif.com/emr/gma/>. (10.05.2008)

IMF, "Global Financial Stability Report; Financial Market Turbulence Causes, Consequences and Policies", World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund, Washington DC, October 2007.

İMKB, "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu", İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 2003.

İnandım, Şeyda, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Kasım, Ankara, 2005.

İnsel, Aysu ve Sungur, Nesrin, "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV, Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni 2003/8, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf>, 2003, (18.08.2007).

İşeri, Müge ve Aktaş, Zeynep, "İMKB'de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler, (1997-2005 Dönemi)", <http://www.conturk.org/Turkiyeekonomisi/muge1.doc>. (23.07.2007).

İyibozkurt Erol, "Güncel Ekonomik Sorunlarımız, Küreselleşme ve Ekonomimiz", Ezgi Kitabevi Yayınları, 4. Baskı, Kasım 1997, Bursa.

Jackson, James K., "Foreign Direct Investment: Current Issues", Specialist in international Trade and Finance Foreign, Defence, and Trade Division, prepared for members and committees of Congress, April 27, 2007.

Kabaş, Tolga, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizleri Belirleyen Faktörler ve Uluslar arası Finans Sistemi”, Yüksek Lisans Tezi, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışması 2005/8, İstanbul. 2005.

Kaminsky, Graciela, L. 2005a, “International Capital Flows, Financial Stability and Growth”, Economic & Social Affairs, DESA Working Paper No:10, ST/ESA/2005/DWP/10, December, 2005.

Kaminsky, Graciela, L. 2005b, “International Capital Flows: A Blessing or a Curse?”, George Washington University and NBER, ABCDE World Bank Conference (Paris, France) May 15-16,2003.

Kang, Sammo; Kim, Soyoun; Kim, Sunghyun H. ve Wang, Yunjong, “Understanding the Determinants of Capital Flows in Korea: An Empirical Investigation”, Korea Institute for International Economic Policy, Policy Analyses 02-03, 2002.

Kar, Muhsin ve Kara, M. Akif, “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGİ/temmuz2003/sermaye%20hareketleri.htm>. (23.07.2007).

Karagöz, Kadir, “Doğrudan Yabancı Yatırımların İstihdama Etkisi: Türkiye Örneği”, 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi, İnönü Üniversitesi, Malatya, 24-25 Mayıs 2007.

Karan, Mehmet Baha, “Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi”, Hacettepe Üniversitesi Finansal Araştırmalar Merkezi, (HÜFAM) Yayınları No: 1, Gazi Kitabevi, Ankara, Ekim 2001.

Kaya, Yasemin Türker, “Sermaye Hareketleri ve Kısa vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellemesi: Türkiye Örneği”, DPT – Uzmanlık Tezleri, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Ekonomik Modeller Dairesi, Yayın No: DPT: 2487, Ağustos 1998.

Kaymak, Hasan, “Yabancı Doğrudan Yatırımları Artırmak İçin Teşvikler Gerekli ve/veya Yeterli Mi?”, Maliye Dergisi, Sayı:149, Mayıs, Aralık 2005.

Kazgan, Gülten, Türkiye ekonomisinde Krizler (1929-2001), “Ekonomi Politik” Açısından Bir İrdeleme, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, Eylül 2005.

Kennedy, Peter (Çevirenler: Sarımeşeli, Muzaffer ve Açıkgöz, Şenay), Ekonometri Klavuzu, Simon Fraser University, Gazi kitabevi, Beşinci Baskı, Eylül 2006.

Kepenek, Yakup ve Yentürk, Nurhan, Türkiye Ekonomisi, Remzi Kitabevi, 6. Basım, Eylül 1994.

Kılıçoğlu, Devrim, “ Gelişmekte Olan Ülkelerde Yabancı Portföy Yatırımları ve Türkiye”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Haziran 1998, TC Yüksek Öğretim Kurulu Dökümantasyon Merkezi.

Kızılırmak Üçkaya A. Burça, “Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Liberalizasyonu ve Ekonomi Üzerindeki Etkileri”, Yüksek Lisans Tezi, T.C. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler

Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, T.C. Yükseköğretim Kurulu Dokümantasyon Merkezi 51636, Ankara 1996.

Kim, Yoonbai, “Causes of Capital Flows in Developing Countries”, Journal of International Money and Finance, 19 (2000) 235-253, www.elsevier.nl/locate/econbase (24.06.2007)

Kugler, Mavrice, “Spillovers from Foreign Direct Investment: Within or Between Industries?”, University of Southampton, September 2005.

Kula, Ferit, “Çokuluslu Girişimler ve Türkiye”, Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının İktisadi Verilerle Bilimsel Analizi, İleri Yayınları, Birinci Basım, No:86, Mart, 2006.

Kula, Ferit, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 4, Sayı: 2, 2003.

Lipseý, Robert E. and Sjöholm, Fredrik, “The Impact of Inward FDI on Host Countries: Why Such Different Answers”, New York, National Bureau of Economic Research.

Loewendahl, Henry and Loewendahl, Ebru-Ertugal, “Turkey’s Performance in Attracting Foreign Direct Investment Implications of EU Enlargement”, European Network of Economic Policy Research Institutes, Working Paper No. 8/ November 2001.

Lopez-Mejia, Alejandro, “Large Capital Flows: Causes, Consequences and Policy Responses”, A Quarterly Magazine of The IMF, Volume 36, Number 3, September 1999.

Mathieson D. J. and G. J. Schinasi, “International Capital Markets; Developments, prospects and Key Policy Issues”, World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund, August 2001.

McKinnon, I. Ronald, “Kimiting Moral Hazard and Reducing Risk in International Capital Flows: The Choice of an Exchange-Rate Regime”, September, 1999.

Molmisa R. C., “Regulating Short-Term Capital Flows (A Policy Brief)”, Third World Studies Center, Friday, July 13, 2007.

Mustafaoğlu, Zafer ve Vildan, Burhan, “Asya Krizinin Türkiye İhracatı Üzerine Muhtemel Etkileri”, Araştırma Raporu, Şubat 1998. <http://www.dpt.gov.tr/dptweb/ekutup98/burhanv/asyakriz.html>.(16.07.2007).

Narula, Rajneesh and Marin, Anabel, “FDI Spillovers, Absorptive Capacities and Human Capital Development: Evidence from Argentina”, MERİT- Infonomics Research Memorandum Series, Second Draft 19 July 2003.

OECD, “Foreign Portfolio and Direct Investment, Complementarity, Differences and Integration”, Global Forum on International Investment, Attracting Foreign Direct Investment for Development. 2007.

Oksay, Suna, “Çokuluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde, Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek, Değerlendirilmesi”, www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/cokulussayi8.doc.(16.07.2007).

Özağ, Filiz; Atan, Murat ve Kaya, Semiha, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Toplam Yatırımlar Üzerindeki Etkisi”, websitem.gazi.edu.tr/atan/Akademik?No=432 - 20k, 2002.

Özbilen, Şevki, “Küresel Mali Kriz ve IMF Politikalarının Ulusal Mali Sisteme Etkileri”, www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/sevki1.pdf. (18.06.2007)

Özdemir, Zekai ve Sever, Erşan, “Finansal Liberalleşmenin Ekonomik Performansa Etkisi: Türkiye Analizi”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, 46. Seri, Yıl: 2004.

Özel, Saruhan, “Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz”, Denizbank Yayınları, No: 5, Alkım Yayıncılık ve Eğitim Hizmetleri, Aralık 2000.

Özyıldız, R.Hakan, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Karar Alma Prosedürü”, Hazine Dergisi, Sayı:11, Temmuz 1998.

Pamuk, Şevket, “Dünyada ve Türkiye’de İktisadi Büyüme (1820-2005)”, UEDTP, Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikalar, T.C. DTM, Yıl: 1, Sayı:2, 2007.

Parasız, İlker, “Enflasyon Kriz Ayarlamaları, Dünya’da ve Türkiye’de Kalkınma Makro Ekonomisi Sorunları”, Ezgi Kitabevi, 2. Baskı, Ağustos 2002, Bursa.

Petroulas, Pavlos, “Short-Term Capital Flows and Growth in Developed and Emerging Markets”, May 24, 2004. http://www.ne.su.se/paper/wp04_04.pdf. (22.06.2007).

Prasad, Eewar S.; Rogoff, Kenneth; Wei, Shang-Jin ve Kose, M. Ayhan, “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”, International Monetary Fund, Occasional Paper 220, Washington DC, 2003.

Ricci, Luca Antonio; Milesi-Feretti, Gian Maria and Lee, Jaewoo, “Real Exchange Rates and Fundamentals: A Cross-Country Perspective”, IMF Working Paper, WP/08/13, International Monetary Fund, 2008.

Rodrik, Dani and Velasco, Andres, “Short-Term Capital Flows”, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper 7364, September 1999, <http://www.nber.org/papers/w7364>. (22.06.2007).

Saatçioğlu, Cem, “Doğrudan Dış Yatırımlar ve Türkiye”, 2002, www.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/61%20MAL%DD%20%C7%D6Z%DCM/18-61%20CEM%20SAAT%C7%DDO%D0LU.doc. (22.11.2007).

Sabır, Hasan, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Gelişmekte Olan Ülkelere Yönlendirici Politikalar”, 2002, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGİ/Ekim2002/sabir.htm> (18.06.2007).

Seyidoğlu, Halil, “Uluslar arası İktisat, Teori Politika ve Uygulama”, Güzem Can Yayınları, 15. Baskı, Mart 2003, İstanbul. 2003a.

Seyidoğlu, Halil, “Uluslararası Finans”, Güzem Can Yayınları, No: 19, IV. Baskı, Mart 2003, İstanbul. 2003b.

Siourounis, Gregorios, “Capital Flows and Exchange Rates: an Empirical Analysis”, London Business School, November 8, 2003.

Soydal, Haldun, “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik Analizi: Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama”, 2007, www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos_mak/makaleler%5CHaldun%20SOYDAL%5CSOYDAL,%20Haldun.pdf. (12.06.2007).

Stallings B, “Globalization and Liberalization: The Impact on Developing Countries”, Economic Development Division, Serie Macroeconomia Del Desarrollo, Naciones Unidas, Cepal Eclac, United Nations Publication, Santiago, Chile, December 2001.

Şen, Ali ve Karagöz, Murat, “Türkiye’deki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Büyüme ve İhracata Etkisi”, web.inonu.edu.tr/~mkaragoz/ - 24k., www.tisk.org.tr/isveren_sayfa.asp?yazi_id=1721&id=87-17k. (18.09.2007).

T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı, “Döviz Kuru Politikaları”, 2001, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/KonjokturIzlemeDb/dkuru.doc>. (10.05.2008).

T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı, “Para Krizleri”, 2007 <http://www.dtm.gov.tr/DUNYA/kriz/blm2.htm>. (10.05.2008).

Tanör, Reha, “Finansal Kriz ve Sermaye Piyasası”, TSPAKB, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, İlk Baskı, Yayın No: 8, İstanbul, Şubat 2003.

Tarı, Recep ve Kumcu, Funda Sera, “Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin Analizi, 1983-2003 Dönemi”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (9), 2005/1. Kocaeli, 2005.

Tarı, Recep, “Ekonometri”, 4. Baskı, İzmit, Temmuz 2006.

Taylor, Mark P. and Sarno, Lucio, “Capital Flows to Developing Countries: Long-and Short-Term Determinants”, The International Bank for Reconstruction and Development, The World Bank Economic Review, Vol. 11, No. 3: 451-70. 1997.

TCMB, “Uluslararası Yatırım Pozisyonu Türkiye Uygulaması”, <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/uyypmet.pdf>. (12.08.2007).

Toprak, Metin ve Çabukel, Rıdvan, “Global Fund Flows and Potentials for Turkey”, metin.toprak.googlepages.com/CV_ENGLISHPartly.doc. 2007.

TBB, “1994 Yılı Krizi Sonrasında Meksika’da Uygulanan Para Politikası”, Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu, Mart 2001. [www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20\(s.37\).doc](http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20(s.37).doc). (12.18.2007).

TÜSİAD, “Türkiye Ekonomisi 2000”, Türkiye sanayicileri ve İşadamları Derneği, TÜSİAD-T/2000, Yayın No: 283, Haziran, 2000.

UNCTAD, “Capital Flows to Developing Countries”, Trade and Development Report, 1999; Fragile Recovery and Risks Trade, Finance and Growth, Report by the Secretariat of the

United Nations Conference on Trade and Development, United Nations, New York and Geneva, 1999.

UNCTAD, “World Investment Report 2007; Transnational Corporations, Extractive Industries and Development”, United Nations Conference on Trade and Development, United Nations New York and Geneva, 2007a.

UNCTAD, “Current Issues in the World Economy”, Trade and Development Report, 2007, Regional Cooperation for Development, United Nations, UNCTAD/TDR/2007, New York and Geneva, 2007b.

Uras, Güngör, “Yabancı Sermayeye İhtiyacımız Var”, 2005, (12.29.2007), www.milliyet.com.tr/2005/12/14/yazar/uras.html.

Wagner J., “Exports, Foreign Direct Investment and Productivity: Evidence From German Firm Level Data”, University of Lueneburg, Institute of Economics Institute for the Study of Labor (IZA), Working Paper Series in Economics/8, Bonn Hamburg Institute of International Economics (HWWA), Hamburg, March, 2005.

www.wikipedia.org, “Finansal Sermaye Kontrolleri”, Wikipedi, Özgür Ansiklopedi. http://www.wikipedia.org/wiki/finanssal_sermaye_kontrolleri_57k (10.03.2008).

World Bank, “Financial Flows to Developing Countries: Recent Trends and Prospects”, World Bank 2007.

WTO, “World Trade Report 2007”, Six Decades of Multilateral Trade Cooperation: What Have We Learnt?, World Trade Organization, Switzerland, 2007a, www.wto.org. (12.02.2008).

WTO, “International Trade Statistics 2007”, World Trade Developments, World Trade Organization Publications, World Trade Organization, 2007b, http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/statis_e.htm. (10.04.2008).

www.bilgipasaji.com, “Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye”, www.bilgipasaji.com/forum/diger-ders-odevler-420/82278-dunyada-ve-turkiyede-yabanci-sermaye.html-131k .

www.ekodialog.com, “Dış Ticaret ve Kalkınma” Özgün Ekonomi ve Makale Arşivi, Kalkınma Dış Ticaret İlişkisi, Kalkınma Projeleri, Kırsal Kalkınma Planı, http://www.ekodialog.com/kalkinma_ekonomisi/kalkinma_dis_ticaret.html. (20.04.2008).

www.tcmb.gov.tr. “Ödemeler Dengesi İstatistikleri” (10.05.2008).

www.ucatlas.ucsc.edu, “Foreign Direct Investment”, <http://ucatlas.ucsc.edu/glossary.html>. (16.11.2007).

Yang, Jiawen, “Direct and Financial Foreign Investment: How do They Differ in Benefits to Developing Countries?”, The George Washington University, Global Management Research

Working Paper Series, School of Business and Public Management, GMRWPS02-10, April 2002.

YASED, “Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2006 Yılı Raporu”, Hazine Müsteşarlığı Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, Haziran 2007, http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/arastirma_raporlar/Documents/20070613_UDYatirim_Rapor.pdf, (20.04.2008).

Yavan, Nuri, “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımların Lokasyon Seçimi”, Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi Yayını, Doktora Tezi, İstanbul, 2004.

Yay, Turan, Yılmaz, Ensar ve Yay, Gülsün Gürkan, “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler”, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 1. Baskı, Yayın No: 2001-47, Aralık 2001, İstanbul,2001

Yükseler, Zafer, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İş/Yatırım Ortamı ilişkisi”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 26 Aralık 2005. www.tcmb.gov.tr (14.12.2007).

ÖZET

1980'li yılların başından itibaren dünya genelinde liberalleşme eğilimleri hız kazanmıştır. Genellikle de, mal ticaretinde artan serbestleşmenin ardından, 1990'lı yıllarla beraber finansal serbestleşmenin yaygınlık kazandığı görülmüştür. Dünyadaki liberal politikalarından pay almaya çalışan gelişmekte olan ülkeler de piyasalarını dışa açık hale getirmişlerdir. Ayrıca artan finansal liberalizasyon uygulamaları, ülkeler arasındaki sermaye dolaşımında çeşitlenmelerin oluşmasına neden olmuştur. Yabancı sermaye, ülkelerin piyasalarına girişte amaçlarına göre ekonomi üzerinde farklı etkiler oluşturmaktadırlar. Genel olarak gelişmekte olan ve kırılğan piyasaya sahip bir ülke için kısa vadeli sermaye genellikle istenmeyen etkiler meydana getirirken, doğrudan yabancı yatırımların ise pozitif katkılar oluşturduğu ifade edilebilir. Bu çerçevede farklı amaçlarla dolaşan yabancı sermayenin bu ülkelerde oluşturduğu makro ekonomik etkiler incelenmeye çalışılmıştır. Bu çalışmada Türkiye pratiğinde kısa vadeli sermaye akımları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının etkileri VAR yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre kısa vadeli sermaye girişleri milli gelir seviyesinde kısa vadeli iyileştirme yaparken, ani çıkışları ise milli geliri olumsuz etkilemektedir. Ayrıca KVS girişleri karşısında ulusal paranın dış değeri artmakta, ihracat ve ithalat olumsuz etkilenmektedir. DYY girişleri ise milli gelir seviyesini artırmaktadır. İhracat ve ithalatı olumlu etkilemekte, fakat bu etkinin boyutu düşük düzeyde olmaktadır.

SUMMARY

Since the beginning of 1980's the liberalisation movements has picked up speed all over the world. It has been seen that especially after the increasing liberalisation of commodity trading, financial liberalization become widespread within the 1990's. The developing countries, trying to participate in liberalization politics in the world, let their markets to be open to the other countries. However, increasing financial liberalization applications has brougth on diversification of capital between the countries. Foreign capital, flowing to countries markets, forms different effects on the economy according to its aims. In general, while short-term capital bring on unwanted effects in the country which has developing and vulnarable markets, the direct foreign investments bring on positive effects. In the frame of this study, the macroeconomic effects of the foreign capital flowing with different aims on the countries was investigated. In this study short-term capital flows secondation in national income level, the unexpected outflows of capital affets the national income adversely. However by the short-term capital flows, national currency's monetary value increases, and exportation and importation are affected adversely. Direct foreign investment flows let national income to be increased. It affects exportation and importation positively, but the size of this effect is low lewed.

