

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Dursiye BİLGİ

TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİK
BÜYÜME ÜZERİNE ETKİSİ

Danışman

Yrd. Doç. Dr. Y.Koray DUMAN

İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Antalya, 2009

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından Anabilim
Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ OLARAK kabul edilmiştir.

İmza

Başkan:.....

Üye (Danışman):.....

Üye:.....

Üye:.....

Üye:.....

Onay: Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

...../...../.....

İmza

Müdür

İÇİNDEKİLER

ŞEKİLLER VE TABLOLAR LİSTESİ.....	iii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	iv
ÖZET.....	v
SUMMARY.....	vi
GİRİŞ.....	1
1.EKONOMİK BÜYÜME VE SERMAYE HAREKETLERİ.....	4
1.1.Ekonomik Büyüme.....	4
1.1.1. Geleneksel Büyüme Modelleri.....	4
1.1.1.1.Harrod-Domar Büyüme Modeli.....	6
1.1.1.2.Solow (Neo-Klasik) Büyüme Modeli.....	8
1.1.2.İçsel Büyüme Modelleri.....	10
1.1.2.1.Romer'in Yaklaşımı.....	11
1.1.2.2.Rebello'nun Yaklaşımı.....	11
1.1.2.3.Lucas'ın "Beşeri Sermaye" Modeli.....	12
1.1.2.4.Rivera-Batiz ve Romer'in AR-GE Modeli.....	14
1.2.Uluslararası Sermaye Hareketleri.....	15
1.2.1.Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Kapsamı.....	15
1.2.2.Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tarihsel Gelişimi.....	20
1.2.3.Sermaye Akımlarının Belirleyicileri ve Sürdürülebilirliği.....	22
1.2.4.Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler.....	23
1.2.4.1.Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler.....	23
1.2.4.1.1.Politik Faktörler.....	23
1.2.4.1.2.Yatırım Ortamına İlişkin Faktörler.....	24
1.2.4.1.3.Ekonomik Faktörler.....	25
1.2.4.2.Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler.....	25
1.2.4.2.1.Dışsal Faktörler.....	25
1.2.4.2.2.İçsel Faktörler.....	26
2.KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ.....	27
2.1.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Tanımı.....	27
2.2.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi.....	31
2.3.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Tercih Ettiği Ülkeler.....	32
2.4.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri.....	33
2.5.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi...36	

2.5.1.Döviz Kuru Üzerine Etkisi.....	37
2.5.2.Faiz Oranları Üzerine Etkisi.....	39
2.5.3.Tasarruflar ve Yatırımlar Üzerine Etkisi.....	41
2.5.4.Enflasyon Üzerine Etkisi.....	42
2.5.5.İstihdam Üzerine Etkisi.....	44
2.5.6.Ödemeler Bilançosu Üzerine Etkisi.....	45
2.5.7.Milli Gelir Üzerine Etkisi.....	48
2.6.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Kriz Etkisi.....	50
2.6.1.Ekonomik Krizlerin Tanımı ve Türleri.....	51
2.6.1.1.Reel Krizler.....	51
2.6.1.2.Para (Döviz) Krizleri.....	52
2.6.1.3.Bankacılık Krizleri ve Finansal Krizler.....	53
2.6.2.Gelişmekte Olan Ülkelerde 1990 Sonrası Ortaya Çıkan Ekonomik Krizlerin.....	
Gelişimi.....	55
2.6.2.1.Meksika Krizi (1994-1995).....	56
2.6.2.2.Asya Krizi (1997).....	58
2.6.2.3.Rusya Krizi (1998).....	62
2.6.2.4.Brezilya Krizi (1999).....	64
2.6.2.5.Arjantin Krizi (2001).....	65
2.7.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü.....	68
3.TÜRKİYE’DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİK	
BÜYÜME.....	73
3.1.Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimine Yönelik Yapılan	
Değişiklikler.....	74
3.2.Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Krizler.....	76
3.2.1.Nisan 1994 Krizi.....	79
3.2.2.Kasım 2000 Krizi.....	81
3.2.3.Şubat 2001 Krizi.....	83
3.3.Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme.....	85
3.3.1.1990-2000 Yılları Arasındaki Sermaye Hareketleri ve Büyüme.....	85
3.3.2.2000-2008 Yılları Arasındaki Sermaye Hareketleri ve Büyüme.....	88
SONUÇ.....	92
KAYNAKÇA.....	94
EKLER.....	99
ÖZGEÇMİŞ.....	100

ŞEKİLLER VE TABLOLAR LİSTESİ

Şekil 3.1. Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Büyüme (1992-2000)...	87
Şekil 3.2. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla – Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (1992-2000).....	88
Şekil 3.3. Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (2001-2008)	89
Şekil 3.4. GSYİH Büyüme Rakamları (%) (2001-2008).....	90
Tablo 3.1. Türkiye'de 1923-2008 Yılları Arasında Dönemsel GSYİH Büyüme Hızları.....	86

KISALTMALAR LİSTESİ

API	Açık Piyasa İşlemler
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme Faaliyeti
EFTA	Avrupa Serbest Ticaret Bölgesi
EMS	Avrupa Para Sistemi
ERM	Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
GATT	Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Antlaşması
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu
IMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
LAFTA	Latin Amerika Serbest Ticaret Bölgesi
NAFTA	Kuzey Amerika Serbest Ticaret Bölgesi
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
WTO	Dünya Ticaret Örgütü

ÖZET

20. yüzyılın sonlarından itibaren dünyada hız kazanan küreselleşme ekonomik alanda da etkisini göstermiştir. Sermaye hareketlerinin önünde ki engellerin kaldırılması ile birlikte, finans piyasaları serbestleşmiştir. Bu serbestleşme sürecinden sermaye hareketleri de etkilenmiştir. Böylece sermaye akımları ülke sınırları dışına çıkarak, yüksek getiri sağlayan piyasalara yönelmiştir. Burada özellikle gelişmiş ülkelerdeki büyüme hızlarındaki ve sermaye getirilerinde ki düşüşünde etkisi vardır. Sermaye hareketleri yoluyla yatırımları için kaynak sıkıntısı çeken gelişmekte olan ülkelerde, bu açıklarını tasarruf fazlası veren ülkelerden karşılamaya çalışmışlardır. Zamanla sermaye hareketlerinin yapısında da değişiklikler olmuş toplam sermaye hareketleri içinde spekülatif amaçlı, ülkelerarasındaki yüksek faizden yararlanmak isteyen ve kısa vadeli olan fon miktarlarında artışlar görülmüştür. Gelişmekte olan ülkeler de yüksek faizlerle bu fonları kendi ülkelerine çekmek istemişlerdir. Ancak bu fonların tersine dönmesi durumunda yüksek cari açıklarla karşılaşılabilmekte ve ekonomik krizler yaşanabilmektedir. Ülkemizde de 1980 sonrası kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomi üzerindeki etkileri önem kazanmıştır. Bu çalışmada kısa vadeli sermaye girişlerinin büyüme üzerine etkisi incelenecektir.

SHORT TERM CAPITAL MOVEMENTS IN TURKEY AND EFFECTS ON ECONOMIC GROWTH

SUMMARY

Since the end of the 20. century, the increasing globalization wave has affected the economic domain. With the removal of the barriers before the capital movements, financial markets have become free. This liberalization process has also affected the capital movements. Going out of the country borders, capital flows thus turned to the markets providing high returns. In this, the rapid decline in the growth rate and the yield on capital has been influential. Developing countries suffering a lack of resources have in turn sought to cover their deficits from countries with savings surplus. Over time, there have been changes in the structure of the capital movements and a speculative increase in the amount of the short term funds wishing to benefit from high interest rates between countries in the total of the capital flows. Developing countries with high interest rates want to attract these funds to their countries. But in the case of the reversal of these funds, it is likely be faced with high current account deficits and go through economic crises. In Turkey, since 1980's, the effects of the short term capital inputs on the economy have come into prominence. In this study, the impacts of the short term capital flows on growth will be examined.

GİRİŞ

1980'li yıllardan itibaren Dünya'da yaşanan küreselleşme sonucunda ülkeler arasındaki ticaretin ve sermaye hareketlerinin üzerindeki kısıtlamalar ortadan kaldırılmış ve finansal serbestleşme hız kazanmıştır. Bu süreç dış ticaretin serbestleştirilmesi ile başlayıp, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile devam etmiştir.

Gelişmekte olan ülkeler 1980'li yıllarda yaşadıkları borç krizi nedeniyle ve büyüme ile kalkınmalarını gerçekleştirmek amacıyla, ihtiyaç duydukları sermaye birikimini, doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları şeklindeki uluslararası sermayeden sağlamaya çalışmışlardır. Bu nedenle bu ülkelerde sermayenin önündeki tüm engeller kaldırılmıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları hızlanmıştır. Bu sayede gelişmekte olan ülkeler, yatırımlarını finanse etmek için gelişmiş ülkelerdeki tasarruf fazlasından yararlanabileceklerini düşünmüşlerdir. Yaşanan bu sermaye artışlarında ülkelerin yapmış olduğu makroekonomik reformlar sonucu görülen olumlu gelişmelerin ve gelişmiş ülkelerin faiz ve getiri oranlarındaki düşüşlerin etkisi görülmektedir.

1990'lı yıllarda finansal serbestleşme politikaları sonucunda ülkelere yönelik sermaye akımlarının yapıları ve etkileri büyük ölçüde değişime uğramıştır. Bu değişim sürecinde toplam sermaye hareketleri içinde faiz-kur arbitrajına dayalı, spekülatif amaçlı sermaye hareketlerinin payı giderek artmıştır. Yüksek getiriyi hedefleyen, kısa vadeli bu sermaye, oynaklığı ve likidite özelliği yüksek, kalıcılık düzeyi en düşük ve her an ülkeyi terk edebilecek nitelikteki sermaye hareketidir. Bu özelliklerinden dolayı, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin istikrarı üzerinde bir risk unsuru oluşturmaktadır. Zira kısa vadeli sermayenin önünü açan bu ülkelerde yaşanan krizler bu riski doğrulamaktadır. Çok kısa vadeli olan bu sermaye ülkelerde döviz kurlarını aşırı değerlenmesine neden olmakta ve buda cari işlemler açığını artırmaktadır. Böylece ülkeler kriz ortamına sürüklenmektedir. Yaşanan krizler, uzun sürede elde edilen başarıların kısa sürede başarısızlığa dönüştüğünü ve ekonomilerin durgunluk sürecine girdiğini göstermektedir.

Türkiye ekonomisinde de 1980'de dış ticaretin serbestleşmesi ile başlayan bu süreç, 1989 yılında finansal piyasalarda birtakım reformların gerçekleştirilmesi ile devam etmiştir. Bu gelişmelerden sonra Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketleri de önemli ölçüde artmıştır. Ancak bu artışlar ekonomi üzerindeki üretim etkisi daha yüksek, uzun vadeli

doğrudan yatırımlar yerine, çok kısa vadeli, spekülâtif nitelikli, en ufak olumsuzluk karşısında ülkeyi terk edebilen, istikrarsız yapıdaki sermaye hareketleri şeklinde olmuştur.

Gelişmekte olan ülkeler kalkınmaları için gerekli olan yurt içi kaynakların yetersizliği nedeniyle yabancı fonları ek bir finans kaynağı olarak görmekte birlikte, artan sermaye girişleri de yaşadıkları finansal krizlerde önemli bir faktör olarak ortaya çıkmıştır.

Bu çalışmanın amacı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye’de ekonomik büyüme üzerine etkisini incelemektir. Genel anlamı ile büyüme ise bir ülkenin üretim imkanları eğrisinin sağa doğru kaymasıdır. Ülkeler için ekonomik başarının yanında sosyal ve politik alanlarda da başarılı olabilmek için büyüme gereklidir. Bu nedenle büyüme, ülke ekonomileri için oldukça önemli bir kavramdır. Ülkeler için büyüme kadar önemli bir konuda elde edilen yüksek büyüme rakamlarının sürdürülebilirliğini sağlamaktır.

Çalışmanın birinci bölümüne iktisadi büyümenin tanımı yapılarak başlanmıştır. Daha sonra ise literatürde yer alan Harrod-Domar Büyüme Modeli, Solow (Neo-Klasik) Büyüme Modeli ve bazı İçsel Büyüme Modelleri hakkında bilgi verilecektir. Yine aynı bölümde uluslararası sermaye hareketlerinin tanımı, kapsamı, tarihsel süreçteki gelişimi ile sermaye hareketlerini etkileyen faktörlere değinilecektir.

İkinci bölümde uluslararası sermaye hareketleri içinde önemli bir paya sahip olan kısa vadeli sermaye hareketleri anlatılacaktır. Bu anlamda kısa vadeli sermaye hareketlerinin tanımı, gelişimi, nedenleri ve tercih ettiği ülkelerin özelliklerinden bahsedilecektir. Yine sermaye hareketlerinin gitmiş olduğu ülkedeki makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi değinilecektir. Bu bölümde son olarak kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketleri ile ekonomik krizler arasında etkileşim incelenip, 1990 sonrası gelişmekte olan ülkelerde neden olduğu krizler yer almaktadır.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümü ise Türkiye ekonomisine ayrılmıştır. Türkiye ekonomisinin uluslararası serbestleşme sürecinde yaptığı reformlara değinilip, serbestleşme sonrası ekonomide yaşanan gelişmeler incelenecektir. Bu anlamda ülkeye giren kısa vadeli sermaye hareketleri ile, yaşanan üç ekonomik krizde bu bölümde açıklanmaktadır. Yine aynı bölümde Türkiye’de 1990-2008 yılları arasında ülkeye giren kısa vadeli sermaye hareketleri ve GSYİH rakamları, 1990-2000 ve 2001-2008 dönemi olarak iki bölüme ayrılıp,

tablolaştırılmıştır. Bu tablolarda ki değişkenlerin seyrine bakarak Türkiye’de, büyüme üzerindeki sermaye hareketlerinin etkisi belirlenmeye çalışılacaktır. Sonuç kısmında ise çalışmadan çıkarılan sonuçlar yer alacaktır.

1. EKONOMİK BÜYÜME VE SERMAYE HAREKETLERİ

Bu bölümde önce ekonomik büyümenin tanımı yapılacak daha sonra ise geleneksel büyüme modelleri (Harrod-Domar büyüme modeli, Solow büyüme modeli) ve içsel büyüme modelleri çerçevesinde büyümede rol oynayan değişkenler belirlenmeye çalışılacaktır. İkinci kısımda ise globalleşme ile hız kazanan uluslar arası sermaye hareketleri kapsamı belirlenecek ve sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimi hakkında bilgi verilecektir.

1.1. Ekonomik Büyüme

İktisadi büyüme genel anlamı ile bir ülkede üretilen mal ve hizmet miktarının artması olarak tanımlanabilir. Söz konusu mal ve hizmet artışı olan büyümenin ölçülmesinde reel gayri safi yurt içi hasıla veya kişi başına reel gayri safi yurt içi hasıla kavramları kullanılmaktadır. Reel gayri safi yurt içi hasıla, bir ülke sınırları içinde belli bir yılda üretilen nihai malların temel bir yılın piyasa fiyatları üzerinden değeridir. Reel gayri safi hasılda ki artışlar iktisadi büyüme olarak tanımlanmaktadır.

Ülkelerin sahip olduğu büyüme rakamları ülkelerarasında farklılık gösterir. Bu farklılıklar iktisadi büyüme modellerinin konusunu oluşturmaktadır. İktisadi büyüme kuramcıları ülkelerarasında bu büyüme farklılıklarının nedenini araştıran teoriler geliştirmişlerdir. Bu bölümde bu teorilerden bazılarına değinilecektir.

1.1.1. Geleneksel Büyüme Modelleri

Bugünkü iktisat biliminin temellerinin atıldığı yıllarda ve hatta çok daha önce büyüme ile ilgili çalışmalar mevcuttur. Ekonomik büyüme ile ilgili çalışmalar yapan iktisatçılar (A. Smith, R. Malthus, D. Ricardo) toprağın sabit olduğunu, nüfusun giderek arttığını göz önüne alarak, yatırım fırsatlarının zamanla azalacağını ve sonuçta da büyümenin duracağını öne sürmüşlerdir (Dinler, 2000, s. 512). Klasik iktisatçıların bu düşüncelerini öne sürdükleri dönemde hızlı nüfus artışı yaşanmaktaydı. Ancak daha sonraki yıllarda kadınların iş fırsatları genişledikçe ve ücretleri arttıkça, çocuk sahibi olmanın fırsat maliyeti artmış ve doğum oranları düşmüştür. Böylece nüfus artış hızı yavaşlamıştır. Bu da reel gelirin büyüme oranı ile nüfusun büyüme oranı arasında ters yönlü bir ilişki oluşturmuş ve Klasik iktisatçıların varsayımlarının tersine bir sonuç ortaya çıkarmıştır (Parasız, 2003, s. 79).

19. yüzyıl boyunca bazı batı ülkelerinde yaşanan sanayileşme hareketleri A. Rostow' un araştırmalarına konu olmuştur. A.Rostow ülkelerin belirli bir büyüme ve kalkınma düzeylerine ulaşmak için tarihsel süreçlerinde geçirecekleri aşamaları açıklamıştır. Bu aşamalar;

Geleneksel Toplum Aşaması: Tarımsal yapının ekonomiye hakim olduğu üretim, tekniğinin oldukça geri olduğu, pazar ilişkilerinin çok sınırlı olduğu, kişi başına gelirin çok düşük olduğu aşamadır.

Kalkışa Hazırlık Aşaması: İktisadi büyümenin başlaması için gerekli değişmelerin ortaya çıktığı aşamadır. Sermaye birikiminin hızlanması, teknolojik gelişmelerin oluşması, eğitim-öğretim gelişmesi ile beşeri altyapının oluşması bu aşamanın çeşitli özellikleridir.

Kalkış Aşaması: Kendi kendini besleyen gelişmenin başlangıcının olduğu aşamadır. Bu aşama da ekonomik gelişmesini tamamlayan güçler topluma hakim olur.

Olgunluk Aşaması: Modern teknolojinin her alana yayıldığı, uzun ve kuvvetli bir büyüme sürecine girildiği aşamadır. Gelir artışının nüfus artışının önüne geçtiği, ekonominin uluslararasılaştığı, ithalat ve ihracatın arttığı aşamadır.

Kitle Tüketim Aşaması: Toplam arzdan çok talep ve refahla ilgilenilmeye başlandığı, ekonomik ağırlığın tüketim mal ve hizmetlerine kaydığı aşamadır.

A.Madison ise bazı Avrupa ülkelerinin gelişmelerini incelemiş ve kapitalist büyümede rol oynayan temel faktörleri şu şekilde sıralamıştır (Parasız, 2003, s. 83).

- i. Doğal kaynaklar, nüfus ve dolayısıyla emek arzı
- ii.Sermaye stoku ve teknik ilerleme
- iii.Uluslararası ticaret (uzmanlaşma ve ölçek ekonomileri) büyümesi sayesinde sürekli desteklenen istikrarlı bir talebin oluşması.

1950' li yıllarda ise R.F.Harrod ile E.D.Domar' ın Keynesyen statik teoriyi, büyüme teorisi ile dinamikleştirme çabaları yer almıştır. Harrod-Domar büyüme modeli, girdiler

arasındaki ikame oranının küçük kabul edildiği bir üretim fonksiyonuyla, kapitalist sistemin kararsız bir yapıya sahip olduğunu belirtmişlerdir (Ateş, 1998, s. 22).

1950' li yıllara gelindiğinde ise R.M.Solow tarafından geliştirilen büyüme modeli girdilerin azalan verimlere sahip olduğu ve ölçüğe göre getirinin sabit varsayıldığı bir Neoklasik üretim fonksiyonuna dayanmaktadır.

1.1.1.1. Harrod-Domar Büyüme Modeli

Harrod-Domar modeli Keynesyen makro ekonomik modeli genişletmeye yönelik Roy Harrod ve Evsey Domar tarafından birbirinden bağımsız olarak hazırlanan çalışmaların sentezinden oluşmaktadır. Harrod-Domar modeline göre her ülke eskiyen sermaye mallarının yenilenmesi için ulusal gelirin bir kısmını tasarruf etmek ve büyüebilmek için sermaye stokuna yeni ilavelerde bulunmak, yani yeni yatırımlar yapmak zorundadır (Aktan, Vural, 2002, s. 22). Modele göre yatırımların ekonomi üzerinde iki etkisi vardır. Birincisi yatırımın çoğaltan mekanizması ile milli gelirden sağladığı artış, diğeri ise yapılan yatırımların önce makine, teçhizat vb. yatırım malları ve daha sonra ise altyapı hizmetlerine yönelik üretimi artırmasıdır. Yani Harrod-Domar modeline göre yatırımların iki etkisi olacaktır. Bunlar talep artışı nedeniyle milli gelirden sağlanan artış ve üretim kapasitesindeki artıştır.

Harrod-Domar büyüme modeline göre ekonominin büyüme hızını belirleyen iki temel kavram marjinal tasarruf oranı ve sermaye hasıla katsayısıdır. Bir ekonomide yatırım miktarı tasarruf hacmine eşit olduğunda ekonomi, marjinal tasarruf eğilimi ile sermaye hasıla katsayısı tarafından belirlenen oranda büyüyecektir. Büyüme oranına (g), marjinal tasarruf oranına (s) ve sermaye hasıla katsayısına (k) denildiğinde ekonomide ki büyüme $\frac{s}{k}$ kadar olacaktır. Yani,

$$g = \frac{s}{k} \text{ dır.}$$

Marjinal tasarruf eğilimi (s) gelirin tüketilmeyen kısmını ifade etmektedir. $y = c + s$. Modele göre ortalama ve marjinal tasarruf eğilimi birbirine eşittir.

$$s = \frac{s}{y} = \frac{\Delta s}{\Delta y}$$

Sermaye hasıla katsayısı (k) ise ekonomide bir birimlik ürün elde etmek için ne kadar yatırım yapılması gerektiğini söylemektedir.

$$k = \frac{K}{Y}$$

Sermaye hasıla katsayısının tersi ise sermayenin verimliliğini ifade etmektedir. Sermayenin verimliliğine σ dersek;

$\sigma = \frac{Y}{K}$ dır. Buda bize birim sermaye başına düşen milli geliri göstermektedir. Aynı zamanda $\sigma = \frac{1}{k}$ dır. Modelin işleyişi ise;

- $\Delta Y = I \cdot \sigma$ (Ekonominin üretim kapasitesinde ki artış (ΔY) yatırımlar ile sermayenin marjinal verimliliğine bağlıdır.
- Kamu kesiminin olmadığı dışa kapalı bir ekonomide tam istihdam dengesinde yatırımlar, tasarruflara eşittir. Yani; $I = S$
- Tasarruflarda gelirin bir fonksiyonu olduğundan şöyle yazılabilir;

$$S = s(Y)$$

$\Delta Y = I \sigma$.Bu denklemde (I) yerine yatırım tasarruf eşitliğindeki tasarruf denklemini yazarsak;

$\Delta Y = s(Y) \sigma$ olur. Eşitliğin her iki tarafını (Y) ye böldüğümüzde ;

$$\frac{\Delta Y}{Y} = s \sigma \text{ olur. } \sigma = \frac{1}{k} \text{ olduğundan denklemde yerine koyduğumuzda ;}$$

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{s}{k} \text{ eşitliğine ulaşırız. Bu eşitlik büyüme hızının marjinal tasarruf oranı ile}$$

sermaye hasıla oranına bağlı olduğunu göstermektedir. Denkleme göre büyüme oranı, marjinal tasarruf oranı ile doğru, sermaye hasıla katsayısı ile ters orantılıdır.

Harrod-Domar modeline göre tam istihdam da dengeli büyüme için gerekli büyüme hızının nüfusun büyüme hızına eşit olması gerekmektedir. (n) nüfusun büyüme oranı ise $n = g = \frac{s}{k}$ şeklinde yazılabilir. Bu eşitlik sağlansa bile istikrarsız bir büyüme ortaya çıkacaktır. Çünkü denklemde yer alan değişkenler birbirinden bağımsızdır. Başka bir ifadeyle denge durumunda ortaya çıkacak sapma sonucunda ekonomiyi tekrar denge büyüme oranına geri getirecek herhangi bir mekanizma bulunmamaktadır. Bu nedenle Harrod-Domar modelinin kabul edilmesi, ekonomilerin depresyon içinde ve kararsız durumda büyüdüğünün kabul edilmesi anlamına gelir ki ve bu da gelişmiş ülkelerdeki ekonomik büyümeyi açıklamak da yetersiz kalmaktadır.

Ayrıca modelin bazı sonuçlarını ise Doç. Dr. Osman Demir şöyle açıklamıştır. “Bu model de büyümenin sürdürülmesi zor bıçak sırtı denge şartlarına bağlanmıştır. Artan harcamaların milli geliri ve tasarrufu artırarak kendi finansmanını doğurduğu görüşü kamu harcamalarının artmasında ve kamu açıklarının ortaya çıkmasında etkili olmuş, geleneksel denk bütçe prensibi terk edilmiştir. Bütçe açıkları emisyonla finanse edilince enflasyon sorunu ortaya çıkmış, iç borçla finanse edilince faiz oranları artmış, yatırımlar azalmıştır. Dış borçla finanse edilince önce enflasyon baskısı doğmuş sonra döviz kurları ve devletin borç yükü artmıştır. Bütçe gelirlerinin büyük bir kısmı borçların anapara ve faizini ödemeye gitmiş, kamu yatırımları iyice azalmıştır.” (Demir, 2002, s. 4).

1.1.1.2. Solow (Neo-Klasik) Büyüme Modeli

Neo-klasik büyüme teorisi nüfus artışına ve teknolojik değişmeye tasarruf, yatırım ve ekonomik büyümenin nasıl yanıt vereceğini açıklamaktadır. Bu teori 1956’ da ve birbirinden bağımsız olarak Solow ve Swan tarafından geliştirilmiştir (Parasız, 2003, s. 131).

Solow büyüme modelinde ekonomilerin tek bir mal ürettiği ve tükettiği varsayımından yola çıkılarak, ölçeğe göre sabit getiri ve sermayenin azalan marjinal verimliliğinin olduğu, emek ve sermayenin ikame edilebilir olduğu varsayılmıştır (Solow, 1994, s. 48). Ayrıca Cobb-Douglas tipi üretim fonksiyonunun kullanıldığı model de nüfusun artış hızı ve teknolojik gelişmenin de dışsal olarak belirlendiği diğer varsayımlar arasındadır.

Çıktının emek ve sermaye tarafından belirlendiği üretim fonksiyonunda kişi başına çıktı kişi başına sermayenin bir fonksiyonu olacaktır.

$$Y = F(K, L) \quad (1)$$

$$\frac{Y}{L} = F\left(\frac{K}{L}, 1\right) \quad (2)$$

$$y = f(k) \quad (3)$$

Solow büyüme modelinde tasarruf, sermaye birikimi ve büyüme arasındaki ilişki incelenirken, sermayenin çıktı üzerindeki etkileri yanında, çıktının sermaye birikimi üzerindeki etkisi de hesaba katılır (Ünsal, 2003, s. 576). Bu nedenle Solow modelinde çıktı, tüketim ve yatırım amacıyla kullanılmaktadır.

$$Y = C + I \quad (4)$$

$$\frac{Y}{L} = \frac{C}{L} + \frac{I}{L} \quad (5)$$

$$y = c + i \quad (6)$$

Eşitliği göre işçi başına çıktı (y), işçi başına tüketim (c) ve işçi başına yatırım (i) olarak kullanılır. Solow büyüme modelinde kişiler gelirlerinin (s) kadarlık bir bölümünü tasarruf, geri kalan ($1-s$) kadarlık bölümünü ise tüketim amaçlı kullanmaktadırlar.

$c = (1-s)y$.Bu eşitliği (6) nolu denklemde yerine koyarsak;

$$y = (1-s)y + i \quad (7)$$

$$i = sy \quad (8)$$

(8) nolu denklemdeki işçi başına çıktı yerine (3) nolu denklemi koyarsak;

$$i = sf(k) \text{ olur.} \quad (9)$$

Yani işçi başına yatırımın işçi başına çıktının bir fonksiyonu olduğu sonucuna ulaşırız. Diğer yandan sermaye stokunda değişime yol açan iki neden vardır. Birincisi yatırımlar sermaye stokunu etkiler diğeri ise eski sermayenin bir kısmının yıpranarak sermaye stokunu azaltmasıdır (Mankiw, 1997, s. 84). Bunu denklemlere koyarsak;

$$\Delta k = i - dk \quad (10)$$

$$\Delta k = sf(k) - dk \quad (11)$$

Yani sermaye stokundaki değişim yatırımlarla, yıpranma payı (dk) arasındaki farka eşittir. Eğer yatırımlar yıpranmadan büyükse; kişi başına yatırım kişi başına sermayeye eşit olana kadar sermaye stoku artmaya devam edecektir. Kişi başına yatırım kişi başına yıpranmaya eşit olduğu noktada sermaye stokunda ki değişim 0 (sıfır) dır ve sermaye durağan durum dengesine ulaşmıştır.

Solow modelinin en önemli önermelerinden birisi de tasarruf haddi ile büyüme arasında ki ilişkinin açıklamasıdır. Model de tasarruf haddi ne kadar yüksek olursa durağan durum sermaye miktarı ve çıktı da o kadar yüksektir (Mankiw, 1997, s. 90). Solow modelinde tasarruf haddinde ki artış çıktı düzeyini sürekli olarak olumlu bir biçimde etkilememektedir. Tasarruf haddinde ki artış çıktı düzeyini sadece yeni bir durağan durum geçiş sürecinde olumlu etkilemektedir. Ekonomi yeni bir durağan duruma ulaştığında ise kişi başına çıktı da değişim sıfırdır. Yani $\Delta k = 0$ dır. Böylece model ekonomilerin sürekli değil belli bir süre büyüebileceklerini öngörmüştür. Buna göre Solow modelinde sürekli iktisadi büyümenin nedeni tasarruf haddinde ki artış değildir. Bununla beraber nüfus artışı da sermaye stokunda

azalmaya neden olur. Nüfusun arttığı bir ekonomide işçi başına sermaye düzeyindeki değişme yatırımın olumlu etkisi ile yıpranmanın ve nüfus artışının olumsuz etkilerinin toplamı arasındaki farka eşittir (Ünsal, 2003, s. 578).

(n) nüfus, (d) yıpranma ise ;

$$\Delta k = i - (d + n)k \quad (12)$$

$$\Delta k = sf(k) - (d + n)k \quad (13)$$

Böylece yüksek nüfus artış haddi büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Yani nüfusları hızlı artan ülkeler daha yavaş büyürler.

Solow modelinin önemli bir varsayımı da teknolojinin dışsallığıdır. Yani teknoloji modelin dışında otomatik olarak belirlenen bir değişkendir. Solow büyüme modeline teknolojik ilerlemenin eklenmesiyle (13) nolu denklem şu hale dönüşür ;

$$\Delta k = sf(k) - (d + n + g)k \quad (14)$$

Burada ki (g) teknolojik ilerlemedir. Solow modelinde kişi başına çıktı da ortaya çıkan sürekli artışın yani ekonomik büyümenin nedeninin dışsal değişken olan teknoloji olduğu ifade edilmiştir.

Solow modeli aynı zamanda ülkeler arasında mutlak yakınsamanın¹ olacağını da öngörmüştür. Yani bu hipotez aynı durağan durumda olan ülkelere fakir olanların zengin olanlardan daha hızlı büyüyeceğini içerir. Bir ekonomi kendi durağan durumunun ne kadar altındaysa o kadar hızlı büyüyecektir. Ancak mutlak yakınsama hipotezi gerçek hayatla örtüşmemekte ve zengin ülkelerle fakir ülkeler arasında ki fark kapanmamakta, benzer durağan duruma sahip ülkeler arasında bir yakınsama olmaktadır.

1.1.2. İçsel Büyüme Modelleri

Bu bölümde özellikle 1980' li yıllarda beliren İçsel Büyüme Teorileri açıklanmaya çalışılacaktır. Bir önceki bölümde geçen Neo-klasik büyüme modelinde büyümeyi sağlayan temel faktör modele dışsal olarak katılan teknolojik gelişmedir. Teknoloji büyümeyi belirleyen temel faktör olmasına rağmen model içerisinde açıklanamamaktadır. Aynı zamanda modelin varsayımlarına göre sermayenin azalan getirisinin olması sermaye birikimini giderek güçleştirmekte ve uzun dönemde büyümeyi durdurmaktadır.

¹ Belli koşullar altında geri kalmış ülkelerin gelişmiş ülkelerle arasındaki gelir farkını kapatmak için daha hızlı büyüme eğilimlerine yakınsama denir.

Bu görüşlere karşın içsel büyüme modelleri büyümenin temel değişkenlerini modellerinde içselleştirmeye çalışmıştır. Bu yeni yaklaşımlarda fiziksel ve beşeri sermaye yatırımları, Ar-Ge sektörü ve yaparak öğrenme yollarıyla ortaya çıkan teknolojik gelişme gibi etkenler ekonomilerin uzun dönemli büyümelerine katkı sağlamaktadır. Bununla beraber içsel büyüme modellerinin temel özelliği sermayenin azalan getirisinin yerine artan yada sabit getirisinin olmasıdır. Aşağıdaki kısımlarda büyümenin belli başlı kaynaklarına dayanarak Romer, Rebello ve Lucas' ın büyüme modelleri hakkında kısa bilgiler verilecektir.

1.1.2.1. Romer'in Yaklaşımı

Romer' in modeli teknoloji ve bilgi birikiminin içselleştirilmesine dayalı bir içsel büyüme modelidir. Romer' in bu modelinde sermaye birikimi ve yatırımlar sınırsız genişlemekte ve azalan getiri yerine artan getiri çalışmaktadır (Ateş, 1998, s. 53).

Romer' e göre teknolojik gelişme ekonomik büyümenin temelini oluşturmaktadır. Teknolojik gelişme sermaye birikimini özendirici bir rol oynamakta ve bu iki unsur birlikte işgücü başına çıktının artmasını sağlamaktadır.

Ülkelerin kişi başına ulusal gelirlerinin yakınsama sürecine gireceği önermesi modelde yer almamaktadır. Bu sonuçlar ülkelerin sahip oldukları teknoloji ya da tercih fonksiyonuna bağlı değildir. Modelin temel sonuçlarını belirleyen asıl varsayım ölçeğe göre getiridir. Model bilgi birikiminin içsel olarak sağlandığı temel yaklaşımından hareketle dengeli bir uzun dönem büyüme modeli olarak oluşturulmuştur. Bilgiye ilişkin yatırımlar dışsallıklara sahiptir. Bir firma tarafından yaratılan yeni bir bilginin diğer firmalarca kullanılması olanaklıdır ve bu tüm ekonomi için bir dışsal pozitif fayda yaratır. Tüketim malları üretiminde de ölçeğe göre artan getiri varsayılmıştır. Artan getirilerin ve dışsallıkların varsayılmış olmasına rağmen model rekabetçi denge çözümünü sağlamamaktadır (Ateş, 1998, s.54).

1.1.2.2. Rebello'nun Yaklaşımı

Rebello' nun AK modeli bilgi ve beşeri sermayeyi ön plana çıkaran bir büyüme modelidir. Modele, uygulanan iktisat politikalarında ki farklılıkların neden olabileceği büyüme farklılıklarına dayalı bir yaklaşım hakimdir. Ekonomilerin uyguladıkları iktisat politikaları

farklı büyüme hızlarına sahip olmalarını sağlamıştır. Modelin en temel özelliği ise Solow modelindeki azalan marjinal verimlilik yerine sabit marjinal verimlilik varsayımıdır.

Cobb-Douglas üretim fonksiyonundan hareketle;

$Y = A.K^a.L^b$ ise $a + b = 1$ varsayımı olsa bile sadece azalan marjinal üretkenlik yerine sabit üretkenlik $a = 1$ varsayımı yapılarak da içsel büyüme elde edilebilir. Bu durumda;

$a = 1$ ise $a + b = 1$ olduğu için $b = 0$ olacaktır. Dolayısıyla $Y = A.K^a.L^b$ denklemi $Y = A.K$ olacaktır. Denklemdaki (K) değişkeni toplam fiziki ve beşeri sermayeyi, (A) değişkeni ise teknoloji düzeyini göstermektedir.

Formülü kişi başına ifadelerle yazarsak; $y = Ak$ olur.

Ölçeğe göre sabit getiri, sabit marjinal verimlilik, tasarruf oranı ve aşınmanın sabit olarak varsayıldığı modelde büyüme denklemi şöyle gösterilir.

$Y = A.K$ denkleminde hareketle ;

$$\frac{\Delta y}{y} = s.A - (\delta + n) \text{ denklemine ulaşılır.}$$

Rebello' nun büyüme modelinde, ekonominin pozitif büyümeye ulaşabilmesi, teknolojik gelişmeden bağımsızdır ve büyüme, tasarruf oranı (s), teknoloji düzeyi (A) ve aşınma oranının (δ) bir fonksiyonudur (Ateş, 1998, s. 6). Ayrıca modele göre büyümenin temel belirleyicisi ise bu değişkenleri etkileyen hükümet politikalarıdır.

1.1.2.3. Lucas'ın "Beşeri Sermaye" Modeli

Lucas 1988 yılında yapmış olduğu "Mekanik Ekonomik Büyüme" adlı çalışmasında beşeri sermayeyi büyümenin içsel ve temel değişkeni olarak gösterdiği bir model oluşturmuştur. Modele göre büyüme bilgi birikim süresi ile orantılı olduğu düşünülen beşeri sermaye birikiminin bir sonucudur. Nüfus, modelde dışsal olarak alınmakta ve parasal faktörler çalışmaya dahil edilmemektedir. Modelin bazı varsayımları şöyledir;

- Ekonomide ölçeğe göre sabit getirili teknoloji hakimdir,
- Ekonomi tam rekabet piyasası ile çalışan kapalı bir ekonomidir,
- Karar birimleri gelecekteki fiyatlar konusunda rasyonel beklentilere sahiptir.

Modelde çıktı düzeyi (Y), fiziki sermaye (K) ve etkin emek (N^e) girdisinin fonksiyonudur.

$$Y = F(K, N^e)$$

Herhangi bir t yılında ortalama (h) yetenek düzeyinde (N) kadar işçi varsa ve her bir işçi (u) kadar zamanını cari üretim için harcıyorsa etkin emek arzı $N^e = uhN$ olur. Dolayısıyla yeni çıktı fonksiyonu;

$Y = F(K, uhN)$ olur. Buna göre çalışılan süre (u) ve işçilerin ortalama yetenek düzeyi (h) arttıkça, çıktı düzeyi artar. Ayrıca okullaşma oranı ile bazı özel çaba ve harcamalara bağlanan beşeri sermaye birikimi çalışmadan arta kalan zamanla (1-u) ilişkilendirilmektedir.

$$h(t) = h(t) \cdot \delta [1 - u(t)]$$

Bu fonksiyona göre $u(t)=1$ olduğunda zamanın tamamı mevcut üretimi gerçekleştirmeye gitmekte, işçilerin yeteneklerini geliştirmelerine hiç zaman kalmamakta ve beşeri sermaye birikimi sıfır olmaktadır. $u(t)=0$ olması halinde ise zamanın tamamı yetenekleri geliştirmeye gitmekte ve beşeri sermaye birikimi maksimum olmaktadır. Bu iki uç durum arasında mevcut yetenek düzeyine göre azalan getiri olmayacağı kabul edilmektedir (Lucas, 1988, s. 19). Lucas (1988) çalışmasında şu sonuçlara varmıştır:

- Kapalı ekonomi halinde zengin bir ülke ile aynı büyüme oranına sahip olsa bile yoksul bir ülkenin yoksulluğu devam eder, ülkelerarası gelir ve servet dağılımı karlılığını korur,
- Emek faktörü ülkelerarasında mobil değilse sermayenin serbest dolaşımı dış ticarete yönelik bir eğilim doğurmaz. Emek faktörü mobil ise o zaman her şey emeğin üretkenliğini artıran beşeri sermaye etkilerinin içsel olup olmadığına ve bu etkilerin bir kişiden diğerine taşarak dışsal yararlar sağlayıp sağlamadığına bağlıdır.
- Beşeri sermayenin yüksek olduğu ülkelerde her yetenek düzeyinde ki insan daha verimlidir ve daha yüksek ücret alır. Bunun için yoksul ülkelere doğru göçler yaşanır. Bu göç bir yandan yoksul ülkelerin gelişmesini diğer yandan zengin ülkelerin durgun duruma girmelerini önler (Lucas, 1988, s. 39-40)

Ayrıca beşeri sermaye birikimini artırmaya, yurtdışına yönelik beyin göçünü önlemeye ve diğer ülkelerin beşeri sermayelerinden yararlanmaya yönelik politikalar büyümeye olumlu katkı yaparlar. Böylece beşeri sermaye birikimi belli bir düzeye ulaştıkça yurtdışından yurtiçine yönelik beyin göçü artar, yurtiçinden yurtdışına yönelik beyin göçü azalır. Beşeri sermaye birikimi gittikçe kolaylaşır ve devletin beşeri sermaye birikimi oluşturmaya yönelik yükümlülüğü azalır (Demir, 2002, s. 7).

1.1.2.4. Rivera-Batiz ve Romer'in AR-GE Modeli

Bu model bilgi ve teknolojiyi içselleştirerek Neo-klasik büyüme modelinin gelişmiş ülkeleri içine düşürdüğü çıkmazdan kurtarmayı, gerçek dünyaya uyan, rekabetçi bir denge sistemi kurmayı amaçlamıştır. Model giriş-çıkış serbestisi, dışsallıklar ve bilgi taşmalarının olduğu, monopollü rekabet piyasasını esas almıştır. Modele göre ekonomik faaliyetler biri imalat, diğeri Ar-Ge olmak üzere iki sektörde sürmektedir. İmalat sektöründe tüketim ve yatırım malları, Ar-Ge sektöründe ise büyümenin devamını sağlayan yeni fikir ve teknikler üretilmektedir (Rivera-Batiz, Romer, 1991, s. 5).

Rivera-Batiz ve Romer (1991) önce imalat ve Ar-Ge sektöründe ki çıktıyı, bu sektörlerde istihdam edilen beşeri sermaye (H), vasıfsız emek (L), fiziki sermaye (K) ve bilgi düzeyinin (A) fonksiyonu saymışlardır.

(C) tüketim olmak üzere imalat sektörünün çıktı fonksiyonu şöyledir:

$$Y = C + K = F(H_y, L_y, K_y, A)$$

Ar-Ge sektörünün çıktı fonksiyonu ise şöyledir:

$$A = R(H_A, L_A, K_A, A)$$

Fonksiyonlarda A'nın dışında ki girdiler aynı anda sadece bir sektörde kullanılırken, A aynı anda her iki sektörde de kullanılabilir. Bu nedenle azalan verimler ortaya çıkmamakta ve gelişmiş ülkeler durgun duruma girmemekte ayrıca az gelişmiş ülkeler gelişmiş ülkeleri yakalayamamaktadır.

Benzer gelişmişlik düzeyine sahip iki ülkeli bir dünya da uluslar arası ticarete bilgi akışı engellenirse, her iki ülkenin yenilikçileri aynı yenilik için aynı Ar-Ge faaliyetlerini yapmak zorunda kalmakta, yenilikten doğan ödül azalmakta, teknolojik gelişme yavaşlamakta, daha çok kişi yenilikçi olarak çalıştığı halde, fırsatlara ulaşma olanağı ve büyüme azalmaktadır.

Benzer gelişmişlik düzeyine sahip iki ülkenin entegrasyonu halinde ise, çalışmalarının boşa gitmemesi için taraflardan birinin yaptığı Ar-Ge faaliyetini diğeri yapmamakta, iki ülkenin toplam kaynak stoku değişmediği halde her iki ülke bir diğeri için sahip olduğu bilgi stoku ve uzmanlıktan yararlanmakta, daha çok Ar-Ge olanağı doğmakta, kaynakların karşılaştırmalı üstünlüklere göre etkin dağılımı, uzmanlaşma ve ölçek ekonomiler doğmakta, büyüme sürmektedir. Farklı gelişmişlik düzeyinde ki ülkelerarası entegrasyonun etkileri ise önceden kestirilememektedir (Demir, 2002, s. 9).

Piyasa yapısı olarak monopollü rekabet piyasasının varlığı kabul edildiğinde firmalar fiyat yapıcıdırlar, ürünlerinin fiyatlarını Ar-Ge harcamalarını da içerecek şekilde belirlerler. Yenilikten doğan monopol karları firmaların yenilik çabalarının devamını sağlar (Demir, 2002, s. 9)

1.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri

Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşmenin yaygınlaşması ile birlikte uluslararası sermaye hareketleri de oldukça çeşitlenmiş ve sınırlarının belirlenmesi de zorlaşmıştır. Bu kapsamda bu kısımda ilk olarak uluslararası sermaye hareketlerini tanımlanacak, çeşitli ayrıntılar dikkate alınarak sermaye hareketlerinin kapsamı belirlenmeye çalışılacaktır. Ayrıca finansal serbestleşme sürecinde sermaye hareketlerinin gelişimi ve ulaştığı boyutlar hakkında kısaca bilgi verilecektir.

1.2.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Kapsamı

Para ve malların dünya üzerinde ki hareketliliğinin artması anlamına gelen küreselleşme ile uluslar arası sermaye hareketleri dünya da hız kazanmıştır. Ulaşım, iletişim, bilgi teknolojileri olanaklarının artmasıyla yerel pazarların küresel piyasalara entegrasyonunu hızlandırmıştır. Ayrıca Avrupa Birliği, EFTA (Avrupa Serbest Ticaret Bölgesi), NAFTA (Kuzey Amerika Serbest Ticaret Bölgesi), LAFTA (Latin Amerika Serbest Ticaret Bölgesi) gibi iktisadi birleşmeler ile Dünya Ticaret Örgütü (WTO) gibi kuruluşlar ve çok uluslu şirketlerin ortaya çıkması da dünya ticaretinin serbestleşme sürecine katkıda bulunmuştur.

Sermaye işlemleri, genelde bir ülkede yerleşik kişi ve kuruluşların yabancı bir ülkede yaptıkları fiziki yatırımlarla (üretim tesisleri, bina ,arazi vs.) sınır ötesine aktarılan mali fonlardan (yabancı tahvil, hisse senedi, hazine bonusu vs. alım-satımı, yabancı ülke bankalarında vadeli hesap açtırılması gibi) oluşur. Ödemeler bilançosu açısından, yurt dışından ülkeye sermaye girişi bir alacak işlem, ülkeden sermaye çıkışı da bir borç işlemidir. Yabancı sermaye girişi ülkeye döviz kazandırmakta ya da dış dünya üzerinde bir alacak hakkı doğurmaktadır. Tam tersine sermaye çıkışı ise ülkeden döviz çıkışına ya da yabancılara karşı borçlanılmasına yol açmaktadır (Seyidoğlu, 2003, s. 406). Bu nedenle sermaye girişi sermaye hesabında (+) işaretle, sermaye çıkışı ise (-) işaretle gösterilmektedir.

Ödemeler bilançosunda sermaye hesabını oluşturan sermaye girişi ile sermaye çıkışının toplamına, sermaye hesabı dengesi denmektedir. Sermaye hesabı dengesinin pozitif olması sermaye girişinin çıkışından daha fazla olduğu anlamına gelmektedir. Ülkenin dışarıya gönderdiğinden daha fazla yabancı sermayeyi ülkeye çekebildiğini ifade eden bu durum “sermaye hesabı fazlası” veya “net sermaye girişi” olarak nitelendirilmektedir. Tam tersine sermaye hesabı dengesinin negatif olması ise, sermaye çıkışının sermaye girişinden daha fazla olduğu anlamına gelmektedir. Ülkenin bilanço içerisinde net olarak dış dünya üzerindeki mali veya fiziki yatırımlarının arttığını belirten bu durum, “sermaye hesabı açığı” veya “net sermaye çıkışı” olarak adlandırılmaktadır (Seyidoğlu, 2003, s. 406).

Günümüzde uluslararası sermaye akımları oldukça çeşitlenmiş ve karmaşık bir hal almıştır. Bu nedenle farklı sermaye akımları arasındaki sınırların belirlenmesi de zorlaşmıştır. Bu karmaşıklığa karşın, sermaye akımları yine de bazı gruplara ayrılabilir. Örneğin sermaye akımları vadelerine göre kısa ve uzun vadeli, işlemi yapanın kişiliğine göre özel ve resmi sermaye akımları olarak gruplandırılmaktadır (Seyidoğlu, 2003, s.406).

Sermaye akımlarının uzun ve kısa vadeli olarak sınıflandırılması, aslında bunların paraya dönüştürülebilme yani likidite özelliklerinden kaynaklanmaktadır. Kısa vadeli mali araçlar (banka mevduatları, hazine bonosu, mevduat sertifikaları, ticari bonolar vs.) oldukça likit varlıklardır. Buna karşılık günümüzde sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelerin sonucunda bazı uzun vadeli tahviller ve hisse senetleri de istenildiği anda kolayca paraya dönüştürülebilmektedir. Bu nedenle belirli türdeki yatırım araçları için bu vade ayrımının çok büyük önemi kalmadığı söylenmektedir (Seyidoğlu, 2003, s. 407).

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

Uluslararası özel sermaye hareketlerinin en belirgin özelliklerinden birisi, bunların uluslararası para ve sermaye piyasalarından ticari koşullarla sağlanmalarıdır. Bir dış yardım niteliğinde olmamaları onları resmi sermaye hareketlerinden, yabancı sermayedarlar tarafından yapılan doğrudan üretime dönük yatırımlar şeklinde olmamaları da doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ayırmaktadır.

Resmi sermaye hareketleri; gelişmiş ülkelerin az gelişmiş ülkelere yaptıkları bağış ve kredi şeklinde ki yardımlardır. Yardımlar bağış şeklinde olursa uluslararası bir transfer söz konusu iken, kredi şeklinde olursa devletlerarası bir borçlanma söz konusudur. Genellikle devletler ya da Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen bu yardımlardan faydalanan ülkeler, bu kaynaklarla döviz ve tasarruf açıklarını kapatarak daha yüksek bir kalkınma hızına ulaşmayı amaçlamaktadırlar (Kar, Kara, 2002, s.1).

Uluslararası ödemeler dengesi sınıflandırmasına göre sermaye hareketleri; doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır. Diğer yatırımlar kalemi de uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye hareketleri olarak ayrılabilir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, yatırılabilir kaynakların kişi veya kuruluşlar tarafından bir başka ülkeye taşınması olarak tanımlanabilir (Kar, Kara, 2002, s. 2). Ayrıca doğrudan yabancı sermaye yatırımı, bir firmayı satın almak veya yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya var olan bir firmanın sermayesini artırmak yoluyla bir ülkede bulunan firmalar tarafından, diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının denetim yetkisini de beraberinde getiren yatırımlar olarak da tanımlanabilir (Karluk, 2001, s. 100).

Uzun dönemli olarak gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımları doğrudan reel sektöre yönelmektedir. Ev sahibi ülkede ki fiziksel ve hukuki yapının uygunluğu, bürokratik düzenlemelerin basitliği, makroekonomik göstergelerin istikrarı, ekonomik büyümenin dinamizmi, işgücünün düşük maliyetli ve eğitilmiş olması yabancı sermayenin aradığı özelliklerdir.

Doğrudan yabancı yatırımlar az gelişmiş ülkeler için öncelikli yatırımlarını finanse edebileceği bir dış kaynaktır. Ayrıca getirdiği gayri maddi varlıklar ve döviz ile birlikte

sermaye birikimini hızlandıracaktır. Kısa dönemde ortaya çıkabilecek bazı problemlere rağmen doğrudan yabancı yatırımlar uzun dönemde hem ev sahibi ülkeye hem de yatırımcı ülkeye kazanç sağlayacaktır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının etkilerini “etkinlik, dağılım ve egemenlik” olarak sıralamak da mümkündür. Bu tür yatırımların sermaye birikimini hızlandırması “kaynak dağılımı etkinliği” dir. Doğrudan sermaye yatırımlarının üretimi artırması ise “üretim etkinliği”, artan üretime bağlı olarak üretim faktörlerinin üretimde aldıkları paydaki değişim ise bu tür yatırımların “dağılım” etkinliğidir (Kula, 2003, s. 143).

Portföy yatırımları; tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında, uluslararası politik risk, döviz kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenerek sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacı ile hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarındır. Portföy yatırımlarının artıp azalmasında yurt içi ve yurt dışında ki faiz oranları ve yatırım yapılan ülkede ki politikalar etkili olmaktadır. Portföy yatırımcıları öncelikle kendi sermayelerinin güvende olması ve sermayenin onlara getireceği kazançlar gibi konularla ilgilenmektedirler (Keskin, 2008, s. 27).

Portföy yatırımları ile doğrudan sermaye yatırımları arasında bazı farklılıklar bulunmaktadır. En önemli fark, yabancı ülkede yapılan yatırımın yönetimi ve denetimi konusudur. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı durumunda, şirket yönetimi ve denetiminde etkili olunmaktadır. Portföy yatırımlarında ise yerleşik şirket üzerinde yönetim hakkı veya denetimi söz konusu değildir. Ayrıca doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında yatırımcının yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirmesi, portföy yatırımların da ise yabancı yatırımcı sermayeden başka bir katkıda bulunmamaktadır (Keskin, 2008, s. 28).

Portföy yatırımları durağan olmayan ve sık sık değişebilen yatırımlar olmaları nedeni ile iyi düzenlenmiş finansal piyasalara gereksinim duyarlar. Bu türdeki yatırımlar tümüyle finansal yatırımlar oldukları için finansal sektördeki değişimlere oldukça duyarlıdır. Portföy yatırımcılarının temel amacı belirli bir risk düzeyinde maksimum getiridir (Keskin, 2008, s. 28).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları dışında kalan diğer tüm sermaye hareketleri ödemeler dengesi sınıflandırmasında diğer yatırımlar bölümünde yer almaktadır. Diğer yatırımlarda vadelerine göre uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye hareketleri olarak sınıflandırılabilir.

Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları içinde yer almayan, vadesi bir yıldan daha fazla olan yurt içi borçlanmaları, borç geri ödemelerini ve borç vermeleri içermektedir. Bu borç şekli sermaye piyasası araçları ile olan borçlanma değildir. Kamu ve özel sektöre ilişkin krediler, banka mevduatları ve diğer alacak ve borçlar bu kapsamda değerlendirilir (Keskin, 2008, s.31).

Bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin uluslararası finans kuruluşlarından ve yabancı hükümetlerden aldıkları uzun vadeli krediler genelde proje finansmanında kullanılmak, makro dengeleri düzeltmek amacıyla verildiğinden ekonomi için faydalı olması beklenmektedir. Ayrıca bu tür sermaye hareketleri uzun vadeli olmalarından dolayı yetkililerin politika yürütmede ki etkinliklerini bozmaz ve istikrarlı bir yapı içerir. Ancak bu tür yatırımlar uygun alanlarda kullanılmazsa maliyetleri yüksek olabilmektedir (Keskin, 2008, s. 31).

Kısa vadeli sermaye hareketleri, vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki uluslararası sermaye akımlarıdır. Yerleşiklerin yabancılara ya da yabancılardan yerleşiklere olan kısa vadeli borçlanmalarında ki değişimleri yansıtan bu gruptaki sermaye hareketleri, örneğin ihracat kredileri gibi dış ticaretin finansmanına yönelik olabileceği gibi uluslar arası faiz ve döviz kuru farklılıklarından yararlanmak amacıyla da ortaya çıkabilir.

Sıcak yada spekülatif para da denilen kısa vadeli sermaye hareketleri; özellikle bir ülkeye fazla miktarda girmeye başladığı zaman olası bir belirsizlik durumunda bu paraların çok kısa bir süre içinde ülke dışına çıkma olasılıkları ve bu durumda ekonomide önemli sorunlara yol açması nedeniyle, yetkililer tarafından özenle izlenmesi gereken göstergelerden biridir (Keskin, 2008, s. 32).

Bu tür akımlar kısa vadeli olduğundan, uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıda bulunmaları olanaklı değildir. Üstelik bu tür sermaye girişlerinin en büyük tehlikesi geçici

fakat istikrarsız ve tutarsız bir kaynak bolluğu sağladıklarından, ödemeler dengesi ve kamu açıkları gibi sorunları geçici olarak gidermeleridir (Keskin, 2008, s. 32).

Gerek vadelerinin kısa olması, gerekse her an nakde dönüştürülebilmeleri kısa vadeli sermaye hareketlerinin her an ülkeyi terk edebilecekleri anlamına gelmektedir. Özellikle yatırım yapılan ülke de herhangi bir siyasi yada ekonomik olumsuzluğun ortaya çıkması durumunda ilgili ülke kısa vadeli fonların kaçıışı ile karşı karşıya kalabilmektedir (Keskin, 2008, s. 33).

1.2.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tarihsel Gelişimi

Kapitalizmin ortaya çıktığı ve gelişmeye başladığı 18. ve 19. yüzyıllar da yeni icatların üretime uygulanması ve buhar gücü ile çalışan makinelerin endüstride kullanılması ile sanayi devrimi gerçekleşmiştir. Bu süreçte üretim seviyesi yükselmiş, artan oranda sürekli bir ekonomik büyüme gerçekleştirilmiş ve buna bağlı olarak Avrupa’ da ki sermaye birikimi de artmıştır. Sermaye birikiminin artması Avrupa ülkelerini hem yeni yatırım bölgeleri bulmaya hem de üretilen ürünleri satabilecekleri pazarlar bulmaya itmiştir. Bu dönemde sırasıyla buhar gücünün lokomotiflerde kullanılmaya başlanması, ticari amaçlı telgraf servisinin kullanılması, telefonun icadı gibi ulaşım ve iletişim ağlarının gelişmesiyle dünyanın farklı yerleri ile fiziki temas kurma imkanı ortaya çıkmış ve ülkeler arasındaki ticaret hızla gelişerek artmıştır. 20. Yüzyılın başına kadar ülkeler arası ticaretten kaynaklanan uluslararası para hareketlerinde altın önemli bir role sahipti. Çünkü dünya da altın standardı para sisteminin uygulanması o dönemlerde herhangi bir değişim ve transfer sorununa neden olmamıştır (Eser, 2008, s. 9).

19. yüzyılda ortaya çıkan hızlı sanayileşme, Avrupa’yı dünyanın sermaye, sanayi ve üretim merkezi haline getirmesi ve bunun sonucu Avrupalı sanayileşmiş ülkeler arasında dünya da iktisadi ve siyasi hakimiyeti ele geçirme mücadelesi başlamıştır. Bunun sonucu olarak Avrupa devletleri ucuz hammadde ve işgücü sağlama ve özellikle yeni pazarlar elde etme çabası ile kendi aralarında girdikleri yarış sonucu 1914’ de I. Dünya Savaşı meydana gelmiştir. Savaşın sonucunda uluslar arası sermaye hareketlerinin dağılımı ve yapısında değişiklikler olmuş artık dünya üzerinde öncü devletlerin pozisyonları değişerek Avrupa’nın yerini dünyanın yeni lideri olarak ABD almıştır.

1929' da Büyük Bunalım'ın ortaya çıkması o döneme hakim olan liberal ekonomi anlayışının ekonomiye devletin müdahale etmemesi görüşü önemini yitirmiş ve o dönemdeki bazı ünlü iktisatçıların ve politikacıların görüşleri öne çıkmıştır. Bu nedenle bunalımdan etkilenen ABD'de dahil pek çok ülke krizin etkisiyle tekrar sermaye kontrollerini uygulamaya başlamışlardır. 1929 bunalımının etkileri geçmeden II. Dünya Savaşı'nın başlaması, küreselleşme sürecini yavaşlatmıştır. Böylece ülkeler sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları artırmış ve korumacı politikalar uygulamaya başlamışlardır.

Bu dönemde uluslararası sermaye ve ticaret piyasalarında ki olumsuzlukları gidermek, dünya ticaretini serbestleştirmek ve savaştan zarar gören ulusal ekonomilere yeniden yapılanması için gereken yardımları sağlayabilecek bir uluslararası ticari ve mali sistem kurulması amaçlanmıştır (Eser, 2008, s. 10). Böylece düzenlenen bir konferansta Bretton Woods sistemi oluşturulmuştur. Aynı zamanda bu konferansta Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu (IMF)' nun kurulmasına da karar verilmiştir. Bu konferansta alınan kararlar ile dolar, altına dönüştürülebilen tek para birime olmasına, diğer para birimlerinin değerlerinin de dolara göre ayarlanmasına karar verilmiştir. Bunların dışında 1947' de Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Antlaşması (GATT) ve OECD gibi uluslar arası kuruluşların oluşması ile globalleşme hız kazanmıştır.

1960' lı yıllarda ABD' nin Vietnam Savaşı nedeniyle savunma harcamalarının artması ile birlikte dolara karşı bir spekülasyon başlamıştır. Bu dönemde doların devalüe edileceği haberleri yayılınca diğer ülkelerin dolar verip altın istemeleri hem ABD piyasalarında para arzını artırması hem de altın rezervlerinin azalması ABD ekonomisini zorlamaya başlamıştır. Bunun üzerine ABD hükümeti tarafından doların altına olan konvertibilitesinin geçici olarak askıya alınması gibi bazı önlemler alınmıştır. Sonuç ta da sabit kur sistemi terk edilerek dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Böylece Bretton Woods tek taraflı olarak fesih edilmiştir. Ayrıca gümrük vergileri gibi bir takım korumalarda kaldırılmıştır (Eser ,2008, s. 11).

1973-74 ve 1979-80 yıllarında meydana gelen petrol krizleri ile fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen sürekli artışlar ulusal ülkeleri enflasyonla mücadele adına daraltıcı para politikaları uygulamaya yöneltmiştir. Bu durum piyasaların gerilemesine neden olmuştur. 1980 sonrasında petrol fiyatlarının düşmesi, gelişmekte olan ülkelerin piyasalarını liberalleşme ve finansal serbestleşme ile ulusal piyasalarını uluslar arası piyasalarla bütünleşme çabalarını artırmıştır.

1990' lı yıllara gelindiğinde ise, Sovyetler Birliği' nin çöküşü ve Soğuk Savaş döneminin bitmesi ile komünist devletler, ABD ve Avrupa ülkelerine yaklaşmaya başlamıştır. Böylece globalleşmenin önündeki engellerden biri daha kalkmış oldu.

20. yüzyılın sonlarına doğru ise gelişimini tamamlayan Avrupa Birliği kendi üye ülkeleri ve diğer anlaşmalı ülkeler arasında sermayenin serbest dolaşımını engelleyen bütün uygulamalarını ortadan kaldırması da Avrupa Birliğinin dünya ticaretinin önemli bir kısmını elinde bulundurmasını sağlamıştır (Eser, 2008, s. 12).

1.2.3. Uluslararası Sermaye Akımlarının Belirleyicileri ve Sürdürülebilirliği

Sermaye hareketleri, makroekonomik faktörler, vergiler, düzenleyici faktörler gibi faktörlerden etkilenmektedir. Sermaye kontrollerinin kaldırılması, finansal sistemin liberalizasyonu, ticaretin serbestleştirilmesi gibi sebepler ile sermaye akımları son yıllarda gelişmekte olan ülkelere kaymıştır. Bir ülkenin finansal piyasalarını gelişmişlik düzeyi ve büyüme potansiyeli de yabancı yatırımcılar ile yakından ilişkilidir. Büyüme potansiyeli yüksek fakat finansal piyasaları gelişmemiş ülkelerde sermaye yatırımları doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde olup, portföy yatırımları tercih edilmemektedir (Açıkgöz, 2008, s. 13).

Bir başka belirleyici faktör olan sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar doğrudan yabancı yatırımların toplam sermaye akımları içindeki payını artırmakta iken kısa vadeli hareketlerin payını azaltmaktadır. Dalgalı döviz kuru rejiminde ise sermaye akımları yerli paranın değer kazanmasına yol açar, ülkenin ihracatı azalırken ithalatı artar. Bu durumda doğrudan yatırımlara yönelik olan isteği artırır, kısa vadeli borçların artmasına yol açar. Dalgalı döviz kuru portföy yatırımlarını da olumsuz etkilemektedir (Açıkgöz, 2008, s. 13).

Reel faiz oranları da sermaye akımlarının belirleyici bir faktörüdür. Kısa dönem yüksek faiz oranları kısa vadeli sermaye hareketleri için çekici bir ortam oluşturmaktadır (Açıkgöz, 2008, s. 14).

Sermayenin girdiği ülkeler açısından yatırımın yüksek getiri oranı, düşük enflasyon gibi faktörlerde önemlidir. Doğrudan yatırımlar için faiz oranlarından ziyade makroekonomik

şartlar; kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımları için ise faiz oranı ve borsa endeksi gibi finansal göstergeler önemlidir.

Bu açıklamaların ışığında sermaye akımlarının belirleyicileri politik ve ekonomik istikrar, faiz oranları, döviz kuru rejimi, finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi, büyüme potansiyeli olarak gösterilebilir (Açıkgöz, 2008, s. 14).

Sermaye hareketlerinin sürdürülebilirliği de sermaye hareketlerine neden olan faktörlere bağlıdır. Eğer ülkede ekonomik reformlar ve ülkenin makroekonomik performansı gibi çekici faktörler olması durumunda gelişmekte olan ülkelere ani sermaye çıkışı ihtimali düşüktür. Sermaye girişi sürdürülebilir. Bu tür akımların sürdürülebilirliğinde söz konusu sermayenin türü de önemlidir. Eğer sermaye doğrudan yatırımlar şeklinde ise bu durum sermayenin girişinde etkili olan faktörün ülkenin makroekonomik yapısı olduğunu ve kısa süreli şoklardan etkilenmeyeceğini gösterir. Ancak sermaye kısa süreli yüksek getiri amaçlayan kısa vadeli spekülasyon sermaye biçiminde ise ani şoklarda elde ettiği kazancı da alarak ülkeyi terk edecektir (Açıkgöz, 2008, s. 14).

1.2.4. Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler

Uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen birçok unsur mevcuttur. Yatırımcılar açısından önem dereceleri farklı olmakla beraber bu faktörlerin toplu veya tek tek ülkelerin çektikleri yabancı sermaye üzerinde etkileri vardır.

1.2.4.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler

Doğrudan yabancı sermaye hareketlerini belirli ülkelere çeken veya belirli ülkelere akışını engelleyen faktörler bulunmaktadır. Bunlar;

1.2.4.1.1. Politik Faktörler

Yabancı yatırımcıların elde ettikleri getirilerin değerinin, enflasyon ve ekonomik krizler gibi etkenlerle azalması yatırımlara olumsuz etkide bulunmaktadır. Ayrıca yatırımcılar istikrarlı bir ekonomide daha uzun vadeli, daha isabetli planlamalar yapabilecek ve uzun vadeye yayılan sabit sermaye yatırımları gerçekleştirebilecektir.

Uluslararası sermayenin yatırım kararı süresince ülke yönetimlerinin de istikrarlı olması oldukça önemlidir. Şahıslara bağlı çok kısa sürede değişebilecek devlet politikaları yatırımları azaltacaktır. Yatırımcılar doğrudan yatırımları çok uzun süreler için yapmakta ve uzun vadeli karlarını düşünmektedirler. Bundan dolayı devlet politikalarında meydana gelen geçici iyileşmeler veya kısa süreli teşvikler etkili olmamaktadır (Şarkgüneşi, 2007, s. 18).

Yabancı sermaye hareketlerinde hükümet politikalarının etkin bir belirleyici olduğu düşünülmektedir. Yabancı yatırımların gerçekleşmesi için hükümetlerden beklenenlerden bazıları şunlardır: İçsel ve dışsal çatışma ortamının ortadan kaldırılması, rüşvet, yolsuzluk gibi ahlak dışı ve düzen bozucu uygulamaların kaldırılması, askeri yönetim tarzının benimsenmemesi ve hukuk üstünlüğünün bulunduğu bir ortam hazırlanması yönündeki düzenlemeler (Şarkgüneşi, 2007, s. 19).

Bölgesel ticaret anlaşmalarının doğrudan yabancı sermaye hareketleri üzerinde önemli bir etkisi vardır. Örneğin Avrupa Birliği müzakere sürecine başlayan pek çok ülkede yoğun yabancı sermaye hareketleri mevcuttur.

Özelleştirme de zamanla mali sistemin gelişimini hızlandırmakta, özellikle sermaye hareketlerinin oluşumunu ve gelişimini sağlamakta ve ülkenin mali yönden güçlenmesine katkıda bulunmaktadır (Şarkgüneşi, 2007, s. 19).

1.2.4.1.2. Yatırım Ortamına İlişkin Faktörler

Gerek gelişmekte olan ülkeler gerekse de gelişmiş ülkeler yabancı sermayeyi ülkelerine çekebilmek için çeşitli yatırım teşvikleri ve promosyonlar uygulamaktadırlar. Özellikle gelişmekte olan ülkeler yabancı sermayeden daha çok pay alabilmek için diğer gelişmekte olan ülkelere fark yaratabilmek amacıyla çeşitli uygulamalara gitmektedirler.

Hukuki ve ticari hayatın belli standartlar çerçevesinde etkin bir şekilde işlemesi de yabancı sermaye çekebilmek için önemli bir etkidir. Bürokratik işlemlerin çokluğu, davaların ve alacakların takibinin zorluğu ve rüşvet, yolsuzluk gibi etkenler yabancı sermaye üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir (Şarkgüneşi, 2007, s. 21).

1.2.4.1.3. Ekonomik Faktörler

Yabancı sermaye sahipleri yatırım yapacakları ülkeleri seçerken öncelikle ürünlerini güvenli bir şekilde ve zorluklarla karşılaşmadan, düşük maliyetle üretebilecekleri imkanları sunabilmelerine göre değerlendirirler. Daha sonra bu ürünleri geniş kitlelere ve büyük pazarlara ulaştırmak isterler. Bu bağlamda yatırım yapacakları ülke pazarı ve bu ülkenin diğer ülke pazarları ile entegrasyonu, hammadde sağlama kolaylığı, isteklere uygun işgücünün oluşu, fiziki altyapısı vs. etkenler doğrudan yatırım kararlarında önemli etkiye sahiptir (Şarkgüneşi, 2007, s. 21).

1.2.4.2. Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler

Portföy yatırımlarının oluşabilmesi veya büyüklüğü hareketin kaynağına ve sermaye akışının olabileceği ülkelerde ki çeşitli etkenlere bağlıdır. Bu faktörler dışsal faktörler ve içsel faktörler olarak iki temel grupta incelenebilir (İnanım, 2005, s. 20).

1.2.4.2.1. Dışsal Faktörler

Dışsal faktörler sermayenin getirisinin düşmesine dolayısıyla daha yüksek getiri olanaklarından yararlanmak için ülkeyi terk etmesine neden olan faktörlerdir (İnanım, 2005, s. 20).

Gelişmiş ülkelerde oluşan sermaye fazlalıkları bu ülkelerdeki sermaye getirisini düşürmüştür. Göreceli olarak sermayeye daha fazla ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkelerde getiri oranları daha yüksektir. Aynı şekilde gelişmiş ülkelerde yaşanan durgunluk ve faizlerin düşmesi sermayenin diğer ülkelere kaymasında etkili olmuştur (Şarkgüneşi, 2007, s. 22). Gelişmiş ülkelerde yaşanan liberalleşme hareketleri ve gelişmiş ülkelerin çeşitli şekillerde bu durumu geliştirmekte olan ülkelere taşınmaları sermaye hareketlerini kolaylaştırmıştır.

Teknolojik alanda meydana gelen hızlı gelişmeler ulaşım ve haberleşme imkanlarını oldukça artırmıştır. Bu durum ise yabancı yatırımcıların yatırım yapabilecekleri diğer ülkeler veya piyasalar hakkında bilgi almaları ve gerekirse aynı gün içinde o ülkede bulunmalarına imkan sağlamaktadır. Bu durum yatırımları kolaylaştırmıştır.

1.2.4.2.2. İçsel Faktörler

İçsel faktörler sermaye girişlerinin olduğu ülke koşullarınca belirlenen faktörlerdir. Dışsal nedenlerle başlayan sermaye hareketleri ülkelerin içsel faktörlerine göre herhangi ülkeye yönelecektir. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler bu faktörlerde her geçen gün iyileştirme yapmaya çalışmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin sermaye ihtiyacının büyüklüğü, risk oranlarının yüksekliği vs. gibi nedenlerden dolayı reel faiz oranları daha yüksek olacağından bu ülkelere gelişmiş ülkelere portföy yatırımları olacaktır. Özellikle piyasaların sığ ve aşırı dalgalı olması spekülasyon amaçlı olan ve oldukça yüksek meblağlara ulaşabilen yabancı sermayenin ilgisini geliştirmekte olan ülkelere çekmektedir (Şarkgüneşi, 2007, s. 23).

Ulusal paranın enflasyon ile değer kaybetmesi yabancı yatırımcıların elde ettikleri gelirleri olumsuz yönde etkilemektedir. Ayrıca yüksek enflasyon yaşanan ekonomilerde her zaman bir kur riskinin bulunması olası devalüasyonlarda portföy yatırımının değerini çok kısa bir sürede yitirmesine sebep olacaktır. Öyleyse yabancı sermaye düşük enflasyon ve istikrarlı kura sahip ülkelere kayacaktır.

Gelişmiş ülkelerde devletin elinde bulundurduğu üretim birimlerini özelleştirmesi, yabancı sermayenin ülkeye girişi açısından fırsat yaratmaktadır. Ayrıca gerek gelişmiş gerekse de geliştirmekte olan ülkelerin uluslararası imajı ve kredibilitesinin yüksek olması yabancı yatırım çekebilme kapasitesini artırmaktadır (Şarkgüneşi, 2007, s. 24).

2. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

Uluslararası piyasalarda görünen küreselleşme olgusu, ülkelerarası ticaretin ve sermaye akışının önündeki engelleri kaldırıcı bir etki yapmış ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan liberal ekonomik politikalar ve finansal serbestleşme² politikalarının da etkisiyle sermayenin uluslararası dolaşımı hız kazanmış, kendine sürekli yeni ve karlı pazarlar arayan sermaye gelişmekte olan ülke pazarlarına yönelmiştir. Böylece ülkelerin finansal piyasalarının gelişmesi ve dış dünya ile bütünleşebilmeleri sağlanmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde ekonomik büyümenin tanımı ve geliştirilen büyüme teorileri ele alınmış ve ardından globalleşme ile hız kazanan uluslararası sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimi ve kapsamı hakkında genel bilgiler verilmiştir. Çalışmanın bu bölümünde ise uluslararası sermaye hareketleri içinde önemli bir yere sahip olan kısa vadeli sermaye hareketleri ve bu hareketlerin ülke ekonomileri üzerindeki etkileri incelenecektir. Bu amaçla kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden olduğu ve dünyada ses getiren krizlerden bazıları ele alınacaktır.

2.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Tanımı

Genel olarak küreselleşme ekonomiden siyasete, sosyal politikadan kültüre hemen hemen yeryüzünün her alanındaki değişimi ve bütünleşmeyi ifade etmek için kullanılan bir terimdir (Yılmaz, 2006, s. 2). DPT'nin bir çalışmasında küreselleşmenin ekonomik, politik, sosyal ilişkilerin yaygınlaşması ve gelişmesi, ideolojik ayrımlara dayalı kutuplaşmaların çözülmesi, farklı toplumsal kültürlerin, inanç ve beklentilerinin daha iyi tanınması, ülkelerarasındaki ilişkilerin yoğunlaşması gibi farklı görünen ancak birbiriyle bağlantılı olguları içerdiği, bir anlamda maddi ve manevi değerlerin ve bu değerler çerçevesinde oluşmuş birikimlerin milli sınırları aşarak dünya çapında yayılması anlamına geldiği ifade edilmiştir. (DPT, "Küreselleşme, Bölgesel Entegrasyonlar ve Türkiye: Değerlendirme Raporu, Ankara, 1995, s. 1-2). Kısacası küreselleşme mesafelerin önemini yitirerek siyasal, sosyal, kültürel ve ekonomik alanlarda ülkelerin birbirlerine daha çok yaklaşarak dünyanın bütünleşmesidir. Bu bütünleşmeye hız kazandıran etkenler ise iletişim ve enformasyon teknolojilerindeki

² Finansal serbestleşme, finansal sermaye üzerindeki kontrol ve kısıtlamaların kaldırılması yada en aza indirilmesi yoluyla sermaye faktörü üzerindeki serbest piyasa mekanizmasına işlerlik kazandırma (Seyidoğlu, 2003, sy.143).

gelişmeler, ideolojik gelişmeler (sosyalizmin çöküşü) ve ekonomik gelişmelerdir (NAFTA, EFTA gibi ekonomik birleşmeler ve çok uluslu şirketler).

Küreselleşme sürecinin en önemli yansıması mali piyasalarda kendini göstermiştir. Küreselleşme tartışmalarında önemli konularından biri sermaye akımlarıdır. En gelişmiş, en yaygın serbestleşme finans piyasalarında yaşanmaktadır. Bu süreç sermaye ve işgücünün hareketliliğini artırmıştır. Bu kavram üretim faktörlerinden olan emeğinde serbest dolaşımını kapsamaya rağmen, işgücünün ülkelerarası hareketi katı engellemelerle karşı karşıya kalmaktadır. Ülkelerin üretim faktörlerinden olan sermayeyi kendilerine çekmek için rekabet içinde olmaları, sermayeyi denetleme yetkilerinin kısıtlanmasına neden olmaktadır. Teknolojik gelişmeler, bilgisayar kullanımının yaygınlaşması, mal, para ve diğer faktörlerin akışkanlığını artırmıştır. Teknoloji ile hızla bütünleşen finans piyasaları sermaye akımlarının kaynak, kanal ve hacmini de değiştirmiştir. Mali piyasalardaki küreselleşme olgusu 1970' li yıllarda kendini göstermiştir. Bretton Woods sisteminin çökmesi, doların 1973' teki devalüasyonu ile birlikte (Akdiş, 2000, s. 8) ;

- Serbest değişken kur sisteminin gelişmesi,
- 1980' li yıllarda zirvesini yakalamış olan liberalizasyon döneminde hükümetlerin finansal serbestleşmeye imkan tanımaları,
- Bazı küçük ekonomilerin dış ödemeler dengesinde ortaya çıkan yapısal dengesizlikler,
- Dünya Bankası gibi kuruluşların büyük çaplı sermaye yatırımı gerektiren proje desteklemesi
- Banka ve diğer ödünç veren kurumların üçüncü dünya ülkelerinin borçlarına yardım konusunda istekli olmaları,
- Dünya ticaretindeki gelişmeler,
- Çok uluslu şirketlerin yatırımlarındaki artış,
- Finansal araçların çeşitliliğinin artması,
- Finans piyasalarının uluslar arası rekabete açılmaya başlaması sermayenin dolaşımını artırmıştır.

Özellikle 1980' ler de yaşanan borç krizi sonunda gelişmekte olan ülkeler kalkınma ve büyümelerini geliştirmek amacıyla gereksinim duydukları sermaye birikimini sağlamak için özel sermaye akımlarının bileşimini değiştirerek yabancı sermayeye kaymışlardır.

Yabancı sermaye hareketleri, genellikle bir ülkede yerleşik kişi ve kuruluşların yabancı bir ülkede yaptıkları fiziki yatırımlarla, sınır ötesine aktarılan mali fonlardan oluşur (Seyidoğlu, 2003, s. 406). Yabancı sermaye hareketleri bazı sınıflandırmalara tabi olmakla beraber vadelerine göre sınıflama yapıldığında kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri olarak ayrılabilir.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, vadesi 1 yıla kadar olan, sermayenin görece bol olduğu ülkelere kıt olduğu ülkelere doğru, faiz farkının yarattığı arbitraj imkanını değerlendirmek amacıyla hareket eden, geriye dönüş kabiliyeti yüksek hareketlerdir. Bu yatırım şekli genellikle kısa vade de çok kazanç elde etmeyi amaçlar. Sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerdeki olumlu ve istikrarlı makro ekonomik koşullar kısa vadeli sermaye hareketlerini bu ülkelere yöneltir. Ayrıca cazip faiz oranları, düşük veya sabit kur ve ekonomik istikrarın süreceğine dair olumlu beklentiler kısa vadeli sermaye hareketlerini ülkelere çeken güçlerdendir. Kısa vadeli sermaye hareketleri temel olarak spekülasyon amaçlı olması ve geri dönüş kabiliyetinin yüksek olmasından dolayı uzun vadeli sermaye hareketlerinden ayrılmaktadır. Bu yüzden kısa vadeli sermaye hareketlerinin sıcak para olduğu şeklinde yaygın bir görüş hakimdir. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketleri, ticari bonolar, finansman bonoları, hisse senetleri, kısa vadeli borç senetleri ve bunlara yönelen portföy yatırımları, bankalara ve diğer özel kuruluşlara verilen kısa vadeli krediler ile banka mevduatları ve banka dışı varlıklardaki kısa süreli değişimleri içermektedir (Boratav, 2001, s. 209).

Dış borçlarını ödemekte güçlük yaşayan ulusal ülkeler, faiz oranlarını yükseltmek, döviz kurlarını ve vergi oranlarını değiştirmek suretiyle borçlarını finanse edebilmek için bu fonların ülkeye girişini özendirilmektedirler. Bu tür sermaye hareketleri dış ticaretin finansmanı için alınan krediler ile olabileceği gibi ülkelerarasındaki reel faiz farklılıklarından³ ve döviz kuru değişimlerinden yararlanmak için yapılan kısa vadeli sermaye girişleri şeklinde de olabilmektedir. Bu sermaye giriş çıkışları, kur ve faiz değişimlerine karşı çok duyarlı olup kolayca bir ülkeden diğerine hareket edebilmektedir. Yani ulusal bir ekonomide ki faiz oranları uluslararası faiz oranlarından yüksek ise o ülkeye sermaye girişi olmaktadır. Buna karşın ulusal ülkenin faiz oranları uluslararası faiz oranlarından düşük ise sermaye çıkışı olmaktadır (Aklan, 2007, s. 36).

³ Reel faiz oranı, nominal faiz oranından enflasyon oranının çıkarılmasıdır. Reel faiz farkı, yurt içi reel faiz oranı ile yurt dışı reel faiz oranı farkıdır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, hem likiditelerinin yüksek olması hem de vadelerinin kısa olması nedeniyle yatırım yapılan ülkede ortaya çıkabilecek herhangi bir siyasi yada ekonomik olumsuzluk durumunda ülkeden kaçarlar. Böyle bir durumda ilgili ülkelerin merkez bankasında yeterli para stokunun bulunması döviz kurlarını koruyabilmektedir. Yeterli döviz rezervlerinin olmaması durumunda, döviz talebindeki artış nedeni ile ilgili ülkenin parası değer kaybedecek ve olayın büyüklüğüne bağlı olarak bu sorun finans piyasalarına ve reel ekonomiye yansiyarak olumsuz sonuçlar doğuracaktır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin, ülkelerin içinde bulunduğu olumsuz koşullar nedeniyle ülkeyi terk etmesi ve bu çerçevede yabancı yatırımcıların dövizde yönelmeleri, yerli yatırımcılar tarafından da izlenebilmektedir. Kısa vadeli fonların dövizde çevrildiğini fark eden yerli yatırımcılar dövizde olan aşırı talep nedeniyle, kurların hızla yükseleceğini ve ülke parasının değer kaybedeceğini bilmektedirler. Bu nedenle yerli yatırımcılarda ellerinde bulunan ulusal para cinsinden fonların değer yitirmemesi ve dövizde meydana gelen hızlı yükselmeden kazanç sağlamak için, ülke parasından kaçarak dövizde yönelebilmektedirler. Böylece dövizde yönelme sadece sıcak para için değil, yerli yatırımcılar içinde söz konusu olabilmektedir.

Dövizde olan talebin çok fazla artması durumunda, ilgili ülkenin merkez bankasının kurlara müdahale etme çabaları çoğu zaman yeterli olmamakta ve bu durum krizle sonuçlanabilmektedir (Keskin,2008, s. 33).

Sermaye hareketleri gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru olmaktadır. Bunun en büyük nedeni yüksek kur marjıdır. Gelişmekte olan piyasalar yatırımlar, kamu borçları ve diğer nedenlerden dolayı ihtiyaç duydukları tasarrufları yüksek getiri imkanı sunarak çekmeye çalışırlar. Gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımların yüksek getirileri, bu ülkelerde gerçekleştirilen ekonomik reformlar, büyüme oranlarının artması, enflasyon oranlarının düşmesi gibi makroekonomik göstergelerdeki iyileşmeler uluslararası sermayeyi çeken önemli faktörlerdir. Ancak tüm bu faktörlerin yanı sıra, sermaye hareketleri açısından en önemli faktör olmasa da en gerekli olanı, gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme doğrultusunda, sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırmalarıdır. Gelişmekte olan herhangi bir ülkeye yapılabilecek yatırımın getirisi ne kadar yüksek ya da ülkenin makro ekonomik koşulları ne kadar iyi olursa olsun söz konusu ülkeye yatırım yapılması için

gerekli koşullar sağlanamazsa sermaye hareketleri de gerçekleşmeyecektir (Şimşek, 2007, s. 11).

2.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Dünyada ki uluslar arası ticaret ve sermaye hareketlerinde değişim aracı olarak kullanılan uluslararası paranın sağlanmasında hükümet ve bankaların etkisi; politik ortama, zamana ve finansal sistemde kullanılan teknolojiye göre değişmektedir. Finansal piyasalarda ki küreselleşme, İkinci Dünya Savaşından sonraki önemli gelişmelerden birisi olmuştur. Uluslararası para sistemi ülkeler arasındaki ticaret ve sermaye hareketlerini düzenleyen bir unsur olarak bu dönemde ortaya çıkmış, uluslararası para düzeni ise bu unsurun yasal çerçevesini, düzenlemelerini ve uygulama biçimini tarif eden bir yapı olmuştur (Küçükaksoy, 2006, s. 18).

Ülkelerarası parasal sisteme baktığımızda I. Dünya Savaşından önceki 1816-1914 döneminde ülkelerin para birimlerini altın standardına göre ayarladıklarını görmekteyiz. Fakat I. Dünya Savaşı ile birlikte ortaya çıkan enflasyon sonucunda altın standardı büyük bir darbe yemiş ve savaş sonrasında da pek çok ülke paralarının konvertibilitesini geçici olarak kaldırmışlardır (Öner, 2006, s. 25).

1918-1939 savaş dönemleri, dünya da para kaosunun ve depresyonların yaşandığı bir dönem olmuştur. Savaş dönemlerinde ülkelerarasında enflasyon oranlarının birbirinden farklı olması uluslararası fiyat ilişkilerini alt üst etmiştir. Ülkelerin 1931 yılından itibaren döviz kontrollerini hayata geçirmeleri, ihracata ve sermaye akışına getirilen ambargo ve kısıtlamalarda finansal ilişkilere büyük bir darbe indirmiştir (Öner, 2006, s. 25).

Tüm bu olumsuz gelişmelerin ardından, 1944 yılında Amerika ve İngiltere önderliğinde, Bretton Woods konferansı olarak adlandırılan Birleşmiş Milletler para ve Finans konferansı düzenlenmiştir. Bu konferans sonucunda doların değeri belirli bir ağırlıkta ki altına sabitlenmiş ve diğer ülkelerde paralarını dolara sabitlemişlerdir.

1960' lı yılların ortalarına doğru Japonya ve Batı Almanya' nın sanayileşmesi ile birlikte Amerika' nın ödemeler dengesinin bozulması ve hızla artan dış ticaret rakamları Amerika' nın elindeki altın rezervlerinin hızla tükenmesine neden olmuştur.

1970' li yılların başında Amerika ve Amerika dışındaki ülkelerde ortaya çıkan enflasyonun etkileri ile birlikte, 1971 yılında Amerika, doların altına konvertibilitesini kaldırmış ve, 1972 yılında da İngiltere poundun diğer para birimleri karşısında dalgalanmasına izin vermiştir. 1971 yılından sonra, kurlar arasında % 1 olan oynama sınırı % 2,25' e çıkarılmıştır (Öner, 2006, s. 26).

1973 yılında I. Petrol Krizi yaşanmaya başlamıştır ve dolar çöküşü geçmiştir ve ardından 1973 yılında dalgalı kur sistemi uygulanmaya başlanmıştır.

Tüm bu gelişmelerin 1970' li yıllara damgasını vuran finansal liberalizasyon politikaları ve teknolojik gelişmelerle birleşmesi sonucunda, uluslararası sermaye hareketleri görülmemiş boyutlara ulaşmış ve finansal küreselleşme başlamıştır. Dalgalı kur sisteminde kar elde etmek amacıyla artan spekülasyon sermaye hareketleri sonucunda önemli bir döviz kuru riski ile karşı karşıya kalan özel sektör, portföy çeşitlendirmesi yoluna gitmiş ve bunun bir sonucu olarak da döviz, tahvil ve hisse senedi piyasaları hızla gelişmiştir.

Uluslararası finansal piyasaların gelişmesi ile birlikte, ülke ekonomilerinde ki değişiklikler birbirini önemli ölçüde etkilemeye başlamıştır. Böylece ülke ekonomileri arasındaki farklılıklardan yararlanmaya çalışan sermaye hareketleri oluşmuş ve özellikle 1970' lerden sonra hızla artmaya başlamıştır (Öner, 2006, s. 27). II.Dünya Savaşından 1970' lere kadar olan süredeki uluslar arası sermaye hareketlerinin önemli bir bölümünü; Dünya Bankası gibi resmi nitelikli kurumların desteklediği projelerin finansmanı için açılan krediler, ülkeden ülkeye sağlanan krediler ve çok uluslu şirketlerin yatırımlarının gerektirdiği sermaye hareketleri oluşturmaktadırlar.

2.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Tercih Ettiği Ülkeler

Küreselleşme sürecinin doğal bir sonucu olan yabancı sermaye üzerindeki aşırı korumacı politikaların esnek hale getirilmesi ve mevcut engellerin önemli derecede kaldırılması ile birlikte özelleştirme faaliyetlerinin hız kazanması gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarının büyümesinde önemli rol oynamıştır. Öte yandan, gelişmiş ülkelerin büyüme hızlarının beklenenden düşük olması yatırımcıları yeni piyasalar aramaya teşvik etmektedir (Yar, 2008, s. 8).

Gelişmiş ülkelere yönelik sermaye hareketleri, gelişmekte olan ülkelere göre daha az gerçekleşmektedir. Bu tür ülkelerde yaşanan çalkantılara bağlı, örneğin siyasi belirsizliğin arttığı dönemlerde, kısa vadeli fonlar faiz oranlarında yaşanan geçici yükselişten yararlanmak amacıyla spekülasyon sermaye şeklinde gelişmiş ülkelere kaymaktadır (Yar, 2008, s. 9).

Gelişmekte olan ülkelerde ise mali piyasaların kurulması ve gelişmesi ile kısıtlayıcı kambiyo rejiminin kaldırılması bu ülkelere olan sermaye girişini hızlandırmıştır. Ülke ekonomilerinin dinamik ve yüksek büyüme rakamlarına sahip olması ve bununla birlikte bu tür ülkelerin sahip olduğu piyasaların getiri oranının gelişmiş ülkelerin piyasa oranlarına oranla yüksek olması sonucunu doğurmuş, bu durum yabancı yatırımcıların dikkatini çekerek bu ülkelere yönelik fon akımlarını cazip hale getirmiştir (Yar,2008, s. 9).

Kısacası gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları çoğunlukla spekülasyon bir nitelik taşımaktadır. Yani bu tür sermaye akımları kısa vadeli olup gerçek yatırımlarla ilgilenmemektedir. Bu tür sermaye gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının ve döviz kurunun başlangıç düzeyine bakmaksızın giriş yaparak, kendisi faizleri yükselterek ve kuru düşürerek arbitraj marjı yaratmaktadır (Yar, 2008, s. 9).

2.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri

Kısa vadeli sermaye ekonominin gelişim potansiyeline göre değil, genellikle finansal aktiflerdeki yüksek getiriden ve faiz-kur arbitrajından yararlanmak amacıyla gelmektedir. Bu nedenle bu tür sermaye büyük ölçüde spekülasyon ve kısa vadeli dir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin bir sebebi ise arbitraj gelirlerini, kurun değerlendirilmesini sağlayarak önemli ölçüde artırmaktır. Yani gerçek ekonomik değerler dışında farklı değerlerle spekülasyonlar yardımıyla yüksek getiriler elde etmektir.

Gelişmekte olan ülkelerde ki ekonomik altyapı ve mevzuatla ilgili başarmış oldukları uyum fon akımlarının sebeplerinden biridir. Makro ekonomik istikrar, mali piyasaların liberalleştirilmesi, hızlı ekonomik büyüme, gelişmekte olan ülkelere yönelik daha önce oluşturulan fonların ve yapılan direkt yatırımların yüksek getiriler sunması gelişen piyasalara yönelik yatırımcı güvenini artırmıştır.

Başarılı fiyat-istikrar programlarının uygulanması, fiyat istikrarı yalnızca yabancı yatırımcılar için değil ulusal yatırımcılar açısından da yatırımlarını planlayabilme diğer bir deyişle yatırım kararını oluşturabilme aşamasında rol oynayan en önemli etkenlerden biridir. Yabancı yatırımcıların, yatırım yapacakları ülkelerin gelecekteki fiyat hareketlerini tahmin etme bakımından, piyasalara daha yakın ve bu anlamda daha fazla deneyim sahibi olan ulusal yatırımcılar göre, dezavantajlı konumda olacakları bir gerçektir. Bu nedenle yabancı yatırımcılar, yatırım yapacakları ülkelerle ilgili olarak, genellikle geçmişteki fiyat hareketlerini dikkate almakta ve başarılı bir fiyat-istikrar programına sahip olmayan ülkeleri gündemlerine almak istememektedirler. Bu bağlamda fiyat istikrarını sağlamış ülkeler daha fazla sermaye hareketlerini daha düşük risk primleri ile çekebilmektedirler (Şimşek, 2007, s. 12).

Yabancı yatırımcıların yatırım yapacakları ülkelerle ilgili olarak en çok dikkat edecekleri konuların başında ilgili ülkelerin uyguladıkları döviz politikası ve sonuç olarak döviz kurları gelmektedir. Çünkü yabancı yatırımcılar, ilgili ülkeye getirip çoğu zaman o ülkenin parasına çevirdikleri fonlarını, belirli bir yatırım dönemi sonunda, ya kendi ülkelerinin paralarına veya uluslar arası konvertibiliteye sahip diğer dövizlere çevirmek isteyeceklerdir. Söz konusu döviz kurlarının, genel fiyat seviyesi ve faiz oranlarına göre daha fazla artmış olması yabancı yatırımcıları beklemedikleri bir durumla karşı karşıya getirecektir. Yatırım yapılan ülkenin parası cinsinden getiri oranı yüksek gözükse bile, söz konusu fonlar diğer dövizlere dönüştürüldüğünde ülkeye yatırım yapılan tutar kadar bile bir fon elde kalmayacak, yani anapara azalmış olacaktır. Bu bakımdan yabancı yatırımcılar yatırım yapılan ülkenin döviz kuru politikasına çok önem vermektedirler (Şimşek, 2007, s. 13).

Ülkelerin iletişim teknolojisine yapmış olduğu yatırımlar ve bunların işlerliği fonların ilgili ülkeye akmalarının nedenlerinden biridir. Genel olarak iletişim teknolojilerinde ki gelişmeler ve özel olarak yeni gelişen piyasalarla ilgili olarak veri tabanı hazırlamış olması, potansiyel yatırımcıların yeni gelişen piyasalara yönlendirilmelerinde oldukça etkili olmuştur. Özellikle yüksek tutarlı fonları yöneten kurumsal yatırımcılar, yatırımlarını yönlendirirken bu tür veri tabanları ve endekslerden yararlanmaktadır. Veri tabanı konusundaki gelişmelere, işlem yapmayı kolaylaştıran telekomünikasyon ve bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler eklenince ülkelerin mali piyasalarında işlem yapmak çok kolaylaşmış ve işlem hacminin artmasına neden olmuştur.

Yatırımcıların yatırımlarını koruyucu önlemlerin ilgili makamlarca alınması ülkelerin fon çekebilmelerinin bir diğer nedenlerindendir. Kısa vadeli yatırımlarda portföy yatırımcılarının en çok üzerinde duracağı konu kamuyu aydınlatma ile ilgili standartların oluşturulup oluşturulmaması ve oluşturulmuş olması halinde, etkin işleyip işlemediğidir. Yabancı yatırımcıların piyasaları ve şirketler kesimini yerel yatırımcılar kadar bilememesi, bu yatırımcıları tamamen otoriteler tarafından açıklanan bilgilerle baş başa bırakmaktadır. Burada kamuya açıklanan bilgilerin tam ve doğru olması ve bunların uluslar arası standartlarla paralellik göstermesi, yabancı yatırımcıların bunları güvenerek kullanmasını sağlayacaktır. Her şeye rağmen karşılaşılan sorunlar konusunda, gerek kamusal idarelerin sorunun çözümüne yaklaşımı gerekse yargı sisteminin etkin işleyişi yabancı yatırımcıların kararlarında önemli rol oynamaktadır (Şimşek, 2007, s. 13).

Fon akımlarını etkileyen bir diğer faktör ise ilgili ülkelerin uyguladıkları özelleştirme politikalarıdır. Özelleştirme uygulamaları, bir yandan menkul kıymet stokunun artışı sağlayarak mali piyasaların gelişimine katkıda bulunurken, bir yandan da ekonominin kamu müdahalelerinden arınıp serbest piyasa mekanizmasına ve dolayısıyla rekabetçi piyasa ortamına terk edilmesine neden olmuş, bu ortamda yabancı yatırımcıların yerel piyasalara yaklaşımında olumlu katkılar sağlamıştır (Şimşek, 2007, s. 14).

Bu faktörlerin yanında fon akımlarını etkileyen başka faktörlerde mevcuttur. Bu faktörler yatırım yapılacak olan ülkenin koşulları aynı kalmakla beraber, yatırıma konu olabilecek diğer ülkelerin koşullarında bozulma olması ve sonuçta koşullarında değişme olmayan ülkenin göreceli olarak iyi konuma gelmesidir. Uluslar arası faiz oranları ve diğer getiri oranlarında azalmalarda fon akımlarını etkileyen faktörlerdendir. Sermaye hareketlerine getirilmiş olan sınırlamaların kaldırıldığı ve piyasaların adeta birbirine bütünleşmiş tek bir piyasaymış gibi faaliyet gösterdiği günümüzde fonlar en güvenli ve yüksek getirinin verildiği merkezlere yönelmektedir. Bu nedenle, uluslar arası sistemde yer alan ülkelerden bazılarında, gerek faiz, gerekse diğer getiri oranları bakımından herhangi bir değişme olmazken, diğer bazı ülke piyasalarında gerek faiz oranları gerekse diğer getiriler bakımında azalma olması, bu merkezlerdeki fonların diğer merkezlere yönelmesine yol açacaktır. Piyasa koşullarında değişme olmayan ülkeler göreceli olarak, avantajlı konuma gelerek uluslar arası sermaye hareketlerinden daha fazla pay alacaklardır (Şimşek, 2007, s. 15).

Bir diğerk faktör ise piyasa katılımcılarının sayısının artmasıdır. Gerek ulusal gerekse uluslar arası kurumsal yatırımcıların sayısında ve yönettikleri portföylerin hacminde önemli artışlar yaşanmıştır. Bu gelişme sınır ötesi finansal işlemlere uygulanan kısıtlamaların kaldırılmasıyla başlamıştır. Kurumsal yatırımcıların yönetmiş oldukları portföylerin hacimlerinin artmış olması, gelişen piyasaların bu fonları cezp edecek düzeyde politik ve ekonomik düzeye gelmesi ve yüksek getiri sunmaları bu fonların bir kısmının gerek portföy çeşitlendirme ve gerekse yüksek getiri düzeylerinden yararlanma amacıyla ilgili ülkelere yönelmesine neden olmuştur (Şimşek, 2007, s. 15).

Diğerk ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk ise fon akışını etkileyen faktörlerden biridir. Bu durgunluk piyasa katılımcıları açısından elverişli bir ortam ifade etmeyeceğinden, sermaye hareketleri, ekonomi durgunluğın yaşanmadığı ülkelere yönelecektir.

2.5. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi

Ulusal ekonomilere dış kaynak girişinin kolaylaştırılması amacıyla serbest bırakılan sermaye hareketlerinin, ülke ekonomileri üzerinde önemli etkiler meydana getirdiği göz ardı edilemeyecek bir gerçektir. Finansal piyasalarda ki zayıflıklar ve kırılgan ekonomik yapıları nedeniyle gelişmekte olan ülkeler sermaye akımlarından çok daha fazla etkilenmekte, özellikle ani sermaye giriş çıkışları, bu ülkelerin makro ekonomik göstergeleri üzerinde önemli etkiler yaratmaktadır.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelik kısa vadeli ve spekülâtif sermaye girişleri bazı ülkelerde finansal krizlere neden olmaktadır. Bu nedenle ülkelerin ekonomilerinde sermaye hareketlerini serbestleştirmeden önce mali disipline önem verilmeli, her alanda şeffaflığı sağlayarak ekonomik birimlerin doğru bilgilenmeleri sağlanmalı, bankacılıktaki düzenlemeler artırılmalı, yolsuzlukla mücadele edilmeli ve yapılan ekonomik reformları ileriye götürerek piyasaların kırılgan yapısını güçlendirmeleri gerekir. Bu ülkelerde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi yapılacak reformların en son aşaması olmalıdır. Çünkü amaç yabancı sermayeyi ülkeye çekerek istikrarlı bir büyüme sağlanmak yerine, ekonomim istikrarı sağladıktan sonra yabancı sermayeyi ülkeye çekmektir. Böylelikle ülkeye yönelen sermaye kısa vadelide olsa yatırımcılar, karşılaştıkları olumlu tablolardan dolayı yatırımlarını uzun vadelere yayacak ve bu sermaye hareketlerinden beklenen faydalarda sağlanmış olacaktır.

Mali disiplinin ve siyasi istikrarın sağlanmadığı ulusal ülkelerde kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelerin makro ekonomik değişkenler üzerine birbirleri ile ilişkili olarak birçok etkileri bulunmaktadır. Bu başlıkta bu değişkenlerin bazılarının nasıl etkilendiği genel olarak anlatılmaya çalışılacaktır.

2.5.1. Döviz Kuru Üzerine Etkisi

Sermaye hareketlerinin en çok etkilediği değişkenlerden birisi döviz kurudur. Ekonomide istikrarlı bir büyüme için gerekli olan koşullardan biriside döviz piyasasında fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Ulusal bir ülkenin ulusal parasının, yabancı bir para birimi karşısındaki değişim değerine döviz kuru ya da döviz fiyatı denilmektedir. İstikrarlı bir döviz kuru ise belli bir dönem içerisinde ulusal ülkenin döviz piyasasının ekonomik konjunktüre göre aşırı dalgalanmadan, doğal seyrinde ilerlemesidir.

Kar amacıyla hareket eden ve dahil olduğu ekonomide ülkenin kendi milli parasına dönüştürülen kısa vadeli sermaye, söz konusu ülkede milli para değerinde değişmelere sebep olmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki bu etkileri ülkede uygulanmakta olan kur sistemine göre değişmektedir.

Ülkenin takip ettiği döviz kuru politikalarında güven çerçevesinde, sermaye akımlarının hareketliliği sonucunda, esnek döviz kuru sistemi ya da sabit döviz kuru sistemi görülebilmektedir. Uygulanan kur sistemine bağlı olarak uluslararası sermaye hareketleri reel kuru etkilemektedir. Sabit kur sistemlerinde merkez bankası kuru belli bir düzeyde sabitlemekte ve kurun sadece önceden belirlenen alt ve üst sınırlar arasında değişmesine izin vermektedir. Piyasadaki döviz kurunun belirlenen bandın dışına çıkması durumunda, merkez bankası, sabitlediği kuru korumak için, döviz piyasasına alıcı ve satıcı olarak müdahale etmektedir. Esnek kur sistemlerinde ise kurların piyasada arz ve talep koşullarına göre belirlendiği ve merkez bankalarının döviz piyasalarına müdahale ederek kurun düzeyini değiştirmediği sistemlerdir. Bretton Woods sisteminin sona ermesinden bu yana pek çok ülkede esnek döviz kuru sistemi uygulanmaktadır. Ancak uygulamada sınırsız bir esnek kur sistemine rastlamak pek mümkün değildir. Bu nedenle bu sistemi benimseyen ülkelerde, kurlar arz ve talep tarafından belirlenmekle birlikte, merkez bankasının gerekli gördüğünde, döviz alarak veya döviz satarak piyasaya müdahale etmesi biçiminde denetimli dalgalanma modeli uygulanmaktadır (Keskin, 2008, s. 83).

Kısa vadeli sermaye hareketleri ile muhatap olan ulusal ülkeler sıcak paranın ülkeye girişiyle ve özellikle çıkmasıyla ülkedeki döviz miktarına bağlı olarak döviz fiyatları aşırı dalgalanmaya uğramaktadır. Ulusal ülkeye sıcak paranın girişi ile ulusal ülkenin döviz piyasasında döviz bolluğu yaşanacağından yabancı paranın değerini düşürmektedir. Bu nedenle kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye girmesinden dolayı döviz arzı fazlası oluşacaktır. Bu arz fazlası yabancı paraların yani döviz kurunun değerini hızlı bir şekilde piyasa denge kurunun altına düşürecektir. Piyasa denge kuru ile anlatılmak istenen serbest piyasa koşulları altında ilgili ulusal ülkedeki gerek arz cephesinin gerekse talep cephesindeki ekonomik bireylerin karşılıklı olarak anlaştıkları ve ona göre işlemlerini yaptıkları fiyatlara denilmektedir. Eğer istikrarlı bir büyüme sağlanmak amaçlanmışsa, döviz kurunun piyasa denge kurunun etrafında oluşması gerekmektedir. Çünkü piyasa denge kuru, cari işlemleri dengede tutan kurdur. Sermayenin girdiği ulusal ülkelerde nominal döviz kurunun enflasyon oranına paralel bir biçimde artırılma şeklindeki politikaların uygulanması ile büyük negatif şokların etkilerinin sınırlandırılmasında başarı sağlanılabilmektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kurları üzerine etkisi yöneldiği ülkeye girişinden daha çok çıkışında kendini göstermektedir. Ulusal ülkeden sıcak paranın aniden çıkması ile ulusal ülkenin döviz piyasasında bir döviz darlığı yaşanacağından yabancı paranın değeri aşırı yükselecektir. Bu nedenle sıcak paranın ani çıkışı döviz talebini artıracaktır. Bu, dövizin ülkeyi terk etmesi ile azalan dövize olan talebi artacağı için döviz kurunun değerini hızlı bir şekilde piyasa denge kurunun üstüne çıkaracaktır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri ile ulusal ülkelerin döviz piyasalarında meydana gelen ani dalgalanmalar istikrarlı bir büyüme için gerekli olan yerli ve yabancı yatırımları engellediği görülmektedir. Ayrıca aşırı yüksek veya düşük kurdan dolayı, ulusal ekonomi için gerekli olan hammadde ve teçhizatı yurt dışından satın alamamakla birlikte, üretim yapılsa dahi üretilen ürün ve hizmetleri yurt dışına satamamaktadırlar. Bununla birlikte döviz kurlarında aşırı dalgalanmaların olduğu ulusal ekonomilere yatırım yapmak isteyen uluslar arası yatırımcılar kur riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu durumda yabancı yatırımcılar istihdam artırıcı ve ekonomik büyümeye katkı sağlayan yatırım faaliyetlerinden vazgeçerek kısa vadeli kazanç yöntemlerine başvurabilmektedirler. Çünkü gelişmekte olan ülkeye gelen yabancı yatırımcı bu ülkeye yatırım yapmak istediğinde dönem başında elindeki döviz belli bir piyasa kurundan yatırım yapacağı ulusal ülkenin para birimine çevirecektir. Bu yatırımcı belli bir dönem sonunda yaptığı yatırımı ve karını hesaplayıp, durumunu görmek

isteyebilmektedir (Yeldan, 2005, s. 1). Eğer ki bu yatırım dönemi içerisinde sıcak para yüzünden döviz kuru düşmüş ise yaptığı yatırımdan zarar edebilmektedir. Bu durumda yabancı yatırımcı ülkeyi terk etme yolunu seçebilir. Buna karşın yatırım dönemi içerisinde sıcak para yüzünden döviz kurunun değeri aşırı yükselmiş ise yaptığı yatırımdan beklediğinden daha fazla kazanç elde edebilecektir. Bu durumda da bu yabancı yatırımcı yapılan yatırımdan daha fazla zahmet çekmeden sıcak paranın ekonomide yapmış olduğu dalgalanmalar neticesinde fazla kar elde ettiği için uzun vadeli yatırımdan vazgeçip kısa vadeli yatırıma yönelerek kısa sürede daha fazla kar elde etme yoluna gidebilir (Esen, 2008 s. 43).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin sonucunda döviz kurlarında beklenmeyen değişikliklerin bir etkisi de, ithalat ve ihracat gibi yurt dışı ticaret faaliyetlerin de bulunan işletmelerin, gelecekteki döviz pozisyonlarının belirlenmesini, dış alemle yaptıkları işlemlerin hacmini ve cinsini etkilemesidir. Çünkü yurt dışı ile ticaret faaliyetinde bulunan işletmeler, dış alemle yaptıkları işlemlerini, borçlarını ve alacaklarını uluslar arası piyasada kabul gören dolar, euro gibi dövizlerle yapmaktadırlar. Yurt dışı ile ticaret yapan işletmelerin, yapılan ticaret nakit olarak gerçekleşmiş ise döviz kurlarında meydana gelen ani dalgalanmalara bağlı olarak döviz cinsinden işlemin değerinde kazançlar ya da kayıplar oluşur.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin kriz yaratan yada ekonomik dalgalanmalara neden olan etkilerinin yanında oluşan mevcut krizleri ve dalgalanmaları derinleştiren etkileri de bulunmaktadır. Kriz döneminde kısa vadeli sermaye hareketleri, ulusal ülkelerin para otoritelerinin politika yapma yönünde zorlamaktadır. Kriz dönemlerinde özellikle gelişmekte olan küçük ekonomilerde yabancı yatırımcılar, menkul kıymetler gibi varlıklarını büyük miktarlarda satarak getirisini ülkesine veya uygun başka bir ülkeye götürebilmektedir. Bu durumda ulusal ülkelerin merkez bankalarının döviz rezervlerini eritecektir (Esen, 2008, s. 44).

2.5.2. Faiz Oranları Üzerine Etkisi

Gelişmekte olan ülkelere yönelen finansal sermaye akımlarının en fazla etkilediği ve etkilendiği değişkenlerden birisi faiz oranlarıdır. Bir ülkede yurt içi faiz oranı ile uluslararası piyasalardaki faiz oranları arasındaki fark, sermaye girişini teşvik eden en önemli faktörlerden birisidir. Söz konusu ülkedeki yurt içi faiz oranları, uluslararası piyasaya göre ne kadar

yüksekse, o ülkeye sermaye girişi de o kadar fazla olmaktadır. Faiz oranı pek çok faktörlerden etkilenmektedir. Finansal serbestleşme ile birlikte faiz oranlarının sermaye hareketlerine etkisine açık hale geldiği tartışmasız bir gerçektir. Neoklasik finansal serbestleşme kuramına göre, sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerin fon gereksinimlerini karşılayarak, tasarruf arzını artırdığı, sabit fon talebi altında, tasarruf arzının artmasının faiz oranlarını düşüreceği öne sürülmektedir. Buna göre sermaye akışı, para piyasalarında likiditeyi genişleterek daha düşük faiz oranına neden olacak ve bu süreç gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları, uluslar arası faiz oranı düzeyine ininceye kadar devam edecektir (Keskin, 2008, s. 68).

Yüksek oranlı faizler bir yandan kısa vadeli sermaye akımlarını ülkeye çekmekte etkili olurken öte yandan tasarrufların yatırıma dönüşmesi yolunda bir engel oluşturmaktadır.

Uluslar arası ticaretle uğraşanlar ticaret dengesini sağlamak için aynı zamanda yurt içi pazara da üretim yapmaktadırlar. Bu dengelerin bir kısmını da uluslar arası piyasalarda kullandıkları fonlar içerir ve bu fonların motivasyon kaynağı olan yüksek faiz oranları, yurt içindeki üretimlerini yavaşlatmalarına ve bununla birlikte istihdam azalışlarına sebep olabilmektedir. Doğal olarak ticaret dengelerini etkileyen bu fonlarını, yüksek faizli bir ülkeden diğer yüksek faizli ülkeye kaydırmak şeklinde kullanmaya başlarlar. Yüksek faizler sayesinde büyük hacimde kısa vadeli sermaye çeken ülkelerde aynı zamanda milli paranın değer kazanması gerçekleşmektedir.

Sermaye akımları ile faiz oranı arasındaki ilişkiyi Keynes, Likidite Tercihi Teorisi ile açıklamaya çalışmıştır. Likidite Tercihi Teorisi faizlerdeki gelişmeleri, ekonomide ki para arzı ve para talebi ile ilişkilendirmektedir. Buna göre ülkeye yönelik sermaye akımlarının artması para arzını artıracak ve para talebinin sabit olması durumunda, para arzında meydana gelen artış faiz oranını düşürecektir.

Ancak sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarını düşürmeyebileceğini aksine yükseltebileceğini öne süren görüşlerde mevcuttur (Keskin, 2008, s. 69). Buna göre gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişlerinin faiz oranları üzerindeki etkisi, ekonomideki diğer etkenlerle birleşerek ortaya çıkmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişlerinin varlığına karşın faiz oranlarının düşmemesinin veya yükselmesinin

nedenlerinden biri, sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki genişletici etkisinin yetkililer tarafından açık piyasa işlemleri ile sterilize edilmesidir.

Gelişmekte olan ülkelerde artan sermaye girişlerine karşın faiz oranlarının yüksek düzeylerde seyretmesinin bir nedeni de sermaye girişlerinin devamlılığının sağlanabilmesi için yetkililer tarafından yüksek faiz politikası uygulamasıdır (Keskin, 2008 s. 70).

2.5.3. Tasarruflar ve Yatırımlar Üzerine Etkisi

Uluslararası piyasaların gün geçtikçe bütünleştiği günümüzde, finansal serbestleşme ve dışa açılma politikaları ile ulusal piyasalar giderek daha serbest olmaktadır. Bu nedenle dünya ekonomilerinde artan oranlı yüksek düzeyde bir sermaye serbestleşmesi ile artık yerli yatırımlar, yerli tasarruflar kadar yabancı tasarruflar ile de finanse edilmeye başlanılmıştır.

Uzun vadeli yatırım amaçlı gelen yabancı sermaye ülke ekonomisi ve istihdam üzerinde olumlu etkiler yaparken, sıcak para olarak nitelenen, kısa vadeli ve spekülâtif hareketlerden kazanç sağlamak amacıyla gelen sermaye hareketleri beklediği karı sağladığında aynı hızla çıkarak döviz dengelerini bozmaktadır. Kısa vadeli sermayenin ülke sınırlarına girmesi ile yerli paranın değer kazanması likiditenin artmasına ve böylelikle tüketim ve yatırım harcamalarında bir artışa neden olmaktadır. Fakat milli gelir üzerinde meydana gelen kısa süreli yapay bir büyüme ile elde edilen tasarruflar üretim ve istihdam yaratan yatırımlara yönelmeyip hisse senedi piyasaları ve hazine bonoları gibi parasal varlıklara yönelmektedirler. Ülke sınırları içine giren bu sermaye, çıkmak istediği zaman ise kısa vadeli dış borcu olan ve ithalata bağlı üretim yapan özel sektörün sıcak paranın ülkeyi terk etmesinden dolayı artan döviz kuru nedeniyle piyasada iflasların yaşanması üretimi daraltarak işsizliği de artırmaktadır.

Yabancı sermayenin gittiği ülkede hem ilk getirilen büyüklük olarak hem de elde edilen karların tekrar yatırımlara döndürülmesi yoluyla sermaye birikimini artırması beklenen bir etkidir. Ayrıca getirilen bu dövizin, uzun dönemde ithal ikamesi ve ihracatı artırıcı etkileri de vardır. Uzun vadeli ve reel ekonomiye dönük yatırımlar için söz konusu olan bu gerçek, kısa vadeli sermaye fonları için aynen geçerli olamamaktadır. Çünkü geriye dönüş kabiliyeti yüksek ve spekülâtif amaçlı olan bu fonlar, döviz kurlarına ve faiz oranlarına aşırı duyarlıdır. Bu duyarlılığın farkında olan ekonomi otoriteleri, sterilizasyon gibi kontrol yöntemlerini

kullanarak, faiz oranları ve döviz kurları arasındaki oyumu faiz oranları lehine değiştirmek yoluyla kısa vadeli sermaye fonlarını ülke ekonomisine çekmek ve böylelikle de cari açıkları kapatmak istemektedirler.

Sermaye hareketlerini talep eden ülkenin asıl amacı, büyüme ve kalkınmaya yönelik fon sağlamasıdır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ile ulusal ülkelerde yaşanan ekonomik büyümenin etkisini anlamak için öncelikle bu büyümenin tüketime mi yoksa üretime mi dayandığı önemlidir. Tüketime dayalı büyüme ithalatı artırdığından dolayı dövize olan talebi de artacağından ülkenin para birimi değer kaybetmektedir. Yatırıma dayalı büyüme gerçekleşiyor ise ülkede üretim artıp maliyetler düşeceğinden ve ihracat artacağından dolayı ülkenin ulusal para birimi değer kazanacaktır.

Gelişmekte olan ülkelerin kendi tasarruflarının yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarruflar, ekonomik büyüme için önemli bir yatırım kaynağı olarak görülmesinden dolayı yurt içi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkeler faiz oranını yükselterek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarruflarını çekmek istemektedirler. Ancak bu faiz oranlarında meydana gelen artış ekonomik büyüme için gerekli yatırımları azaltıp tüketimi artırmaktadır. Çünkü ekonomik bireyler geliri fazla olan finansal yatırımlara yönelip, mal ve hizmet alımına yönelmezler. Bununla birlikte faiz oranları yatırımların maliyeti olarak görülür. Bu sebeple faiz oranlarında meydana gelen bir artış yatırımların azalmasına yol açar, ekonomiyi soğutur ve büyümeyi yavaşlatır (Esen, 2008, s. 46).

Gelişmekte olan ülkelere gelen sermaye hareketlerinin yatırım ve tüketim üzerine olumlu bir etki yaratması ülkeye gelen sermayenin vadesine ve amacına göre değişmektedir. Ülkeye gelen yabancı sermaye kısa vadeli ve arbitraj kazancı kovalayan bir yapı içerisinde ise bu sermaye hareketleri kendi dolaşım mantığı gereği üretim ve istihdama yönelik yatırımları desteklemeyerek, ülkenin istikrarlı bir ekonomik büyümesine ve refah düzeyine olumlu bir katkı sağlamayacaktır (Esen, 2008, s. 45).

2.5.4. Enflasyon Üzerine Etkisi

Enflasyon bir ekonomide siyasi ve ekonomik hayatta önemli olumsuz etkileri olan bir sorundur. Enflasyonist koşulların geçerli olduğu ekonomilerde sermaye hareketleri açısından ekonomik bireyler reel, verimli ve istihdam artırıcı üretim yerine, karlılık düzeyleri yüksek

fırsatları değerlendirmeye çalışmaktadırlar. Bu durumda reel yatırımlardan çekilen sermaye spekülâtif alanlara aktarılmaktadır. Temel bir makro ekonomik istikrarsızlık sorunu olan enflasyon, genel olarak fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen sürekli artışlar olarak tanımlanmaktadır. Burada fiyat artışları bir defaya mahsus olmamakla birlikte fiyatların genel düzeyde artması gerekmektedir. Enflasyon, izlenen para ve maliye politikalarının bir sonucudur ve bu süreçte ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermaye akımları ekonominin genel dengesi ve dolayısıyla enflasyonist baskıları etkilemektedir.

Enflasyonist baskının oluşmasında faiz oranlarının payı büyüktür. Eğer sermaye akımlarının ülkeye giriş nedeni, uluslararası faiz oranının düşmesi ya da sermayenin yurt içi verimliliğinin artması gibi etkenlere bağlıysa döviz rezervleri artar. Ancak merkez bankaları, rezervler karşılığı olan yerli parayı piyasaya sürmek durumunda kalır, bunun doğal sonucu olarak yine parasal tabanda genişleme olur ve enflasyonist baskı artar. Bu şekildeki sermaye girişleri istikrarsızlığı da beraberinde getirir. İstikrarsız bir büyüme sürecinde olan ülkelerde enflasyon artışı, başta tüketici olmak üzere bütün yatırımcılarda güven kaybına yol açmaktadır. Bu durumda ülkeye girmesi beklenen ya da ülke içinde bulunan yabancı yatırımcılar, yön değiştirerek daha güvenli ekonomilere kayarlar.

Sürekli yüksek enflasyon ile yaşamaya çalışan gelişmekte olan ülkelerde enflasyonla birlikte sık sık devalüasyonlar görülmektedir. Bu nedenle ulusal paranın sürekli devalüe olduğu bir ülkenin para birimi, değer saklama aracı olma özelliğini yitirmektedir. Böylece enflasyonun sürekli yaşandığı ülkelerin ulusal paralarının reel faizi enflasyondan dolayı risk primi aldığı için döviz ile yapılan tasarrufların ve kredilerinde faizi yüksek olmaktadır. kısacası enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde gerek yerli gerekse yabancı sermaye pahalı olacaktır. Özellikle üretim için gerek duyulan sermayenin yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketleri yöneldikleri ülkelerin fiyat istikrarını bozmakta ve bunun sonucunda kendi fiyatı olan faiz oranlarını artırmaktadır (Esen, 2008, s. 47).

Sermaye girişlerinin enflasyonu artırıcı etkilerinin bertaraf edilmesi, ancak para arzında yaratabileceği gelişmenin ve yine sermaye girişlerinin, döviz kurları üzerindeki etkisinin sınırlandırılması ile sağlanabilmektedir. Merkez bankaları, sermaye akımlarının olumsuz parasal etkilerini dizginleyen ve hedefler doğrultusunda bu akımları kilitlemeye çalışan sterilizasyon politikaları uygulayabilmektedir. Bu politikalarda kamu kağıtları hazine tarafından ihraç edilmekte, ancak buradan gelen rezervler merkez bankası tarafında

rezervlere katılmaktadır. Kamu kesimi merkez bankasına menkul kıymet vererek bu politikanın işlerliğine katkıda bulunmaktadır. Açık piyasa işlemleri vasıtasıyla da satılan bu menkul kıymetler, piyasada oluşabilecek bir parasal genişlemenin önüne geçmiş olmaktadır (Günay, 2007 s. 58).

Sermaye girişleri karşısında sterilizasyon politikalarının da sorunlu yönleri ortaya çıkabilmektedir. Sermaye girişlerinin çok olması durumunda, sterilizasyon yapılabilmesi için daha yüksek faiz oranlarının oluşması gerekmektedir. Çünkü ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin kısa vadeli ve spekülâtif nitelikte olması ve cari açıkları artırması durumunda devalüasyon beklentilerini hızlandırarak sterilizasyon için daha yüksek faiz oranlarını gündeme getirebilecektir. Yine yabancı sermaye girişlerinin yüksek miktarlı olması halinde merkez bankasının elindeki kağıtlar yetersiz kalabilmekte ve hazinenin kağıtlarını kullanarak piyasadaki likidite emilmeye çalışılmaktadır. Bu olgu genellikle kamu harcamaları ve faiz oranlarını artırarak likiditenin sterilize edilmemesine neden olabilmektedir. Yani kamunun elinde biriken fonların faiz ödemeleri ve kamu harcamaları yoluyla tekrar ekonomiye aktarılması enflasyonist etkiler ortaya çıkarabilmektedir (Kara, 2002, s. 65).

Yükselen piyasalara sahip gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinin hızlanması sonucunda bunun ilk etkisi fiyatlar genel seviyesini düşürücü şekilde olmaktadır. Ancak bu akımların sürekli oluşu ve hacmindeki genişlemeyle beraber gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin karakteristik özelliği olan yüksek enflasyon oranlarını kendi hedefleri doğrultusundaki oranlara çekmeleri mümkün olmamaktadır. Sonuçta enflasyonun kontrol edilmesi, döviz kurları ve rezervler üzerindeki etkisinin sınırlandırılması ile mümkün kılınmaktadır (Günay, 2007, s.59).

2.5.5. İstihdam Üzerine Etkisi

Büyük bir işsizlik kitlesini barındıran az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, yeterli düzeyde yatırım yapıp, işsizliği önleyecek kaynak potansiyeline sahip olmadıklarından, yabancı sermaye yatırımları bu ülkede istihdam düzeyini artırma açısından büyük önem taşımaktadır. İstihdama etkisi yatırımın nasıl ve hangi alana yapıldığına bağlı olmakla birlikte, yabancı sermaye istihdama dolaylı ve dolaysız olarak önemli katkılar yapabilmektedir. İstihdama etkisi yurt içi yatırımları uyardığı ölçüde ortaya çıkan sermaye hareketleri, kısa vadeli spekülâtif fonlar şeklin de ülkeye gelirse, istihdama herhangi bir katkısı olmadığı gibi,

hızla ülkeyi terk etmesi durumunda ulusal ekonomide yaşanan olumsuzlukları derinleştirerek daha büyük bir işsiz kitlesini ortaya çıkarma potansiyeline de sahiptir.

Yatırımı yapan yabancı firmaların üst düzey yöneticileri dışındaki nispeten vasıfsız iş gücünü yatırımı alan ülkeden karşılaması, istihdama doğrudan bir katkı yapmaktadır. Seçilen teknolojinin niteliği, yatırımın yapıldığı yer, ülkenin ekonomik koşulları ve yatırımın yapıldığı endüstrideki rekabet avantajları da yabancı yatırımların doğrudan istihdam etkilerini belirlemektedir (Pamuk, 2006, s. 38).

2.5.6. Ödemeler Bilançosu Üzerine Etkisi

Ödemeler bilançosu genellikle bir ülkede yerleşik kişilerin belirli bir dönem boyunca yabancı ülkede yerleşik kişilerle yaptıkları tüm ekonomik işlemlerin sonucunu gösteren sistematik bir kayıt biçiminde tanımlanabilir (Seyidoğlu, 2003, s. 397). Ödemeler bilançosunun belirli bir dönem boyunca gerçekleştirilen işlemleri göstermesi, bunun bir stok değil, akım kavramı olmasını ifade eder. Ödemeler bilançosunun tanımında yer alan “ekonomik işlem” kavramı ele alınan ülke ile dış dünya arasındaki mal, hizmet ve faktör akımlarını içerir. Yine tanımda yer alan “yerleşik olma” kavramından ise normal olarak ekonomik faaliyetlerini o ülkede yürütülen kişiler, firmalar ve kamu kuruluşları anlaşılır. Uluslararası ekonomik ilişkiler açısından ülkede yerleşik olma kavramının, sahip olunan yurttaşlıkla aynı olması gerekmez (Seyidoğlu, 2003, s. 398). Yerleşik kavramı her ülkede farklı yasal düzenlemelere bağlı olarak, farklılaşmaktadır. Ödemeler dengesi açısından bir ülkede bir yıldan daha fazla süre ikamet eden kişi ve tüzel kişiler yerleşiktir. Burada yerleşik kişi tanımı içinde kısmen de olsa çok uluslu şirketlerde bulunmaktadır.

Ödemeler bilançosu kayıtları bir yıllık dönemler için tutulur. Bu dönem içerisinde diğer ülkelerde yürütülen hem ekonomik hem de mali işlemlerin sonuçları görülür ki bu işlemler sadece mal ve hizmet transferleri değildir. Burada mal ve hizmetlerin yanı sıra üretim faktörlerine ilişkin işlemlerde kapsam dahilindedir. Bu nedenle ülkelerarası mal ve hizmet ticareti, ülkelerarası kısa ve uzun vadeli sermaye akımları, ülkelerarası emek piyasası hareketleri ve teknoloji transferleri ödemeler bilançosunu oluşturan rakamların içerikleridir.

Ödemeler bilançosunun kolayca anlaşılabilir ve yorumlanabilir bir araç olarak kullanılabilmesi için ülkenin dış dünya ile yaptığı borçlu ve alacaklı işlemler, ortak

özelliklerine dayanarak belirli hesap gruplarına kaydedilir. Ödemeler bilançosunun ana hesap grupları; cari işlemler hesabı, sermaye hesabı, resmi rezervler hesabı ve istatistik farklarıdır.

Cari işlemler hesabı geleneksel olarak ödemeler bilançosu içinde en fazla önem verilen bölümdür. Ülkenin ihraç ve ithal ettiği mallar ve hizmetler bu hesaba kaydedilir. Bu ana hesap kalemi de kendi içinde, mal ticareti, hizmet ticareti ve tek yanlı transferler olarak üç alt bölüme ayrılır.

Sermaye hesabında ülkelerin sermaye ithalat ve ihracat rakamları yer almaktadır. Bu kalemdeki sermaye işlemleri de vadelerine göre kısa vadeli sermaye hesabı ve uzun vadeli sermaye hesabı olarak iki alt bölüme ayrılmaktadır.

Resmi rezervler hesabında merkez bankasının döviz piyasasına yapmış olduğu müdahalelerin sonucunda ülkelerin uluslar arası resmi rezervlerindeki değişimler gösterilir.

İstatistik farklar ise ödemeler bilançosu istatistiklerini muhasebe kayıtları anlamında denkleştirmek amacıyla kullanılır ve bir tek kalemden oluşur. Buna bazen net hata ve noksan hesabı da denilmektedir.

Dış ödemeler bilançosunun dengede oluşu veya çok açık vermesi, o ülkenin uluslar arası arenada ki ödeme gücünü gösterir. Ödemeler bilançosu o ülkenin uyguladığı ekonomik ve mali politikalarda ne kadar başarılı olduğunun ve yine o ülkenin refah seviyesinin ne düzeyde olduğunun bir göstergesidir. Burada önemli nokta, o ülkenin sonuçta refah seviyesinin yüksek olabilmesi için istihdam ve enflasyon oranlarının istenen düzeyde olması, fiyat ve döviz kuru istikrarı gibi temel değişkenlerin olumlu seyretmesi gerekmektedir. Bunların genel bir yansıması olan ödemeler bilançosu, bu nedenle bize ülkelerin ekonomileri hakkında önemli ipuçları vermektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde belli bir dönem kısa vadeli sermaye hareketleri ile ulusal ülkenin artan ithalatını ve kamu açıklarını finanse edebilmektedir. Bununla birlikte reel ekonomide kısa vadeli sermaye hareketlerinin finanse ettiği ithalat kaynaklı yüksek büyüme oranları yakalanabilmektedir. Fakat uzun vadede kısa vadeli sermaye hareketleri girişinin devam etmesi ile reel kurda meydana gelen değerlenme ödemeler dengesini sürdürülebilir olmaktan çıkarmaktadır. Kısaca yüksek yurt içi faiz oranı farkında ve döviz arbitrajından

ötürü ülkeye gelen yabancı kısa vadeli sermaye ile ithalat yapıldığında sermaye hesabında bir artış olacak; buna karşın cari işlemler hesabında bir azalış olacaktır. Açıkçası cari açık kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edildiğinde ithalatın devamlı artması ulusal ülke içerisindeki döviz miktarını azaltacak ve bu bir sonraki adımda yabancı paranın değerini artırıp ulusal paranın değerini düşürecektir. Bu dönemde cari işlemlerdeki istikrarsızlığı gören yabancı sermaye ülkeyi terk etme yolu seçerse bu kurların yükselmesine, hisse senetlerinin değerinin düşmesine ve kısa vadede likidite sıkıntısı doğduğundan özellikle gecelik faiz oranları basta olmak üzere faiz oranlarının artmasına neden olur. Bu dalgalanmanın etkilerini azaltmaya çalışan merkez bankası sterilizasyon ile rezervlerini eritme yoluna gidebilmektedir (Esen, 2008, s. 50).

Kısa vadeli sermaye girişlerinin artması ödemeler bilançosu üzerinde ilk aşamada olumlu bir etki yapar. Giren sermaye miktarı kadar ödemeler bilançosunun sermaye hesabına gelir kaydedilir. Ancak sermaye girişi döviz kurunda değerlenmeye yol açacağından ihracat mallarının fiyatı göreceli olarak artacaktır. Dolayısıyla ihracat gelirlerinde bir azalma yaşanacaktır. Bununla birlikte, kısa vadeli sermaye girişi sonucunda kurda yaşanan düşüş sonucu, yabancı malların yerli mallara nazaran daha ucuz hale gelmesi sonucunda ülke ithalatı artacaktır. Sonuç olarak, sermaye hesabında bir artış yaşanırken cari işlemler hesabı da bu durumdan olumsuz etkilenecektir. Bu etkinin büyüklüğü aynı zamanda ülkenin marjinal tüketim eğilimi ve ithal mallara olan gelir-talep esnekliği ile yakından ilgilidir (Pamuk, 2006, s. 37).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ödemeler bilançosu üzerindeki olumsuz etkilerine baktığımızda, kısa dönemde pozitif bir etki yaptığını ancak uzun dönemde sağlam bir mali ve ekonomik yapısının bulunmaması durumunda açıkların daha da büyümesine neden olmaktadır. İlk planda ülkeye sermaye girişi ve parasal taban genişlemesi nedeniyle ödemeler bilançosu alt kalemlerinde cari işlemler açıkları kapanmaktadır. Ancak bu sermaye girişi devamında döviz bolluğunu da beraberinde getirmektedir. Döviz kurundaki volatilitenin artması ve yerli paranın aşırı değer kazanması bir ülke açısından çok kötü sonuçlar doğurabilir. Bunların en önemli, yerli üretimin pahalı olup ülke ekonomisinin ithalata dayalı hale gelmesidir. Düşük kur ve yüksek faiz uygulaması kısa vadeli sermaye hareketleri girişini hızlandırmaktadır.

Spekülatif nitelikli olan kısa vadeli sermaye hareketleri geri dönüş kabiliyetinin yüksekliğinden dolayı da ani şoklar karşısında yaşanan hızlı çıkışlar ödemeler dengesi problemleri yaratabilmektedir. Ülkelerarası karşılaştırmalar yapmada kullanılan bir oran olan cari işlemler açığı/gayri safi milli hasıla oranı, ülkelerin risk primi hesaplanmasında kullanılan bir oran olup, dolayısıyla yatırımcılar tarafından izlenmekte ve kısa vadeli sermaye hareketlerini etkilemektedir. Cari işlemler açığının finanse edilmesinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin payının artmış olması, bu girişlerin ani çıkışa dönüşebileceğinden dolayı risk faktörü olarak değerlendirilmekte ve açığın sürdürülebilirliği üzerinde yatırımcıları kuşkuya düşürmektedir.

2.5.7. Milli Gelir Üzerine Etkisi

Kısa vadeli sermaye girişleri özellikle tüketim kaleminde etkili olarak büyümeyi hızlandırmasına karşın çıkış dönemlerinde büyümeyi olumsuz etkilemiştir. Sıcak para diye tanımladığımız kısa vadeli sermaye girişleri, yerli paranın değer kazanması ile likiditenin artmasına ve bununla birlikte, tüketim ve yatırım harcamalarında da bir artışa neden olmaktadır. Bu sonuç ile milli gelir üzerinde yapay bir büyüme meydana geldiği görülmektedir. Fakat döviz kuru, ithal girdiler açısından bir maliyet unsuru olduğundan dolayı kurlardaki bir azalış ihracatın azalması ve ithalatın artmasına ile sonuçlanmaktadır. Böylece dış ticarete konu olan mal ve hizmetlere olan talebin azalmasına neden olmaktadır. Sonuç olarak sıcak para girişi ile yabancı paranın değerinin düşmesi, dış ticaret girdilerin fiyatları ucuzlamakta ve iç talebin ithal ürünlerine yönelmesi ile ithalatta artış yönünde bir etki yaratmaktadır.

Sermaye girişi ile yatırım ve tüketim harcamalarındaki artış, ihracattaki düşüşün üstünde olursa milli gelir de bir artış gözlenebilmektedir. Ancak bu uzun sürmemekle birlikte kısa vadeli sermaye hareketlerinin geri dönüş kabiliyetinin yüksek olması nedeniyle kısa sürelide olsa tüketim ve yatırımlar üzerine olumlu etkileri olacaktır; fakat kısa vadeli sermayenin geri dönmesi durumlarında oluşan bu olumlu ortam tersine dönebilmekte, alınan kredilerin zamanında ödenmemesine ve hatta iflaslara kadar götürebilmektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yöneldiği ulusal ülkelerin milli gelir üzerine olan etkilerini incelerken bu sermaye hareketinin sermaye piyasası yoluyla milli geliri nasıl etkilediğinin incelenmesi bu konuyu daha da anlaşılır kılacaktır. Normalde hisse senedi

fiyatlarının firmaların üretkenlik ve karlılık gibi bir takım performans ölçütlerine göre hareket etmesi beklenmektedir. Fakat kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışları ile birlikte bu hisse senetleri genellikle iktisadi mantığın öngördüğü fiyatlama sürecine uygun hareket etmeyip nominal değerlerinde spekülatif yapay dalgalanmalar yaşanmaktadır. Sıcak para kendi yapılarında barındırdıkları doğal özelliklerinden dolayı girdikleri ülkelerin ekonomilerinde yapay bir büyüme gerçekleşeceğini ve bu büyüme ile hisse senetleri fiyatlarının ileride artacağını bildikleri için sermaye girişi artar ve bu durumdan maksimum karlılık oranını elde ettikleri an geri dönebilmektedirler (Esen, 2008, s. 51).

Ulusal ülkeye giren yüksek miktardaki kısa vadeli yabancı sermaye, kendi yapısı itibariyle ulusal finans piyasalarında belirsizlik ve risk ortamı oluşturmasından dolayı, merkez bankaları daha fazla rezerv tutma ihtiyacı hissetmektedirler. Bu durum ise, muhtemel ekonomiyi büyütecek ve istihdamı artıracak fiziki yatırımlara tahsis edilebilir kaynakların giderek daraltılmasına sebep olabilmektedir (Aydın, 2003, s. 8).

Kısa bir süre için ülkeye giren yabancı sermaye hareketleri, ulusal paranın aşırı değerlenmesi sebebiyle ithalatı özendirip, ihracatı karlı bir faaliyet olmaktan çıkararak, cari işlemler açığını büyütmektedir. Böylelikle bu şartlar altında sağlanan iktisadi büyüme, ithalata bağımlı olduğu için, yapay bir nitelik taşımaktadır. Eğer ki bu durum, yabancı finans çevrelerinde açığın daha fazla sürdürülemeyeceği izlenimini oluşturursa uluslararası kredi kuruluşları ve yabancı yatırımcılar özellikle de uzun vadeli sermaye yatırımcıları, bu durumdaki ulusal ülkeler için olumsuz düşünerek uzun vadeli yatırımlar yapmayacaklardır ve bu ülkenin kredibilitesini uluslararası düzeyde düşüreceklerdir.

Bu tür gelişmeler istihdam artırıcı istikrarlı bir ekonomik büyüme için uygun ortamlar oluşturmak yerine var olan yatırımların geleceğe yönelik beklentilerinin kötüleşmesine ve belirsizlik ortamı oluşması nedeni ile yatırım kararlarının ertelenmesine neden olduğu için olumsuz bir şekilde etkilemektedir. Bununla birlikte ulusal ülkelerin artan risk primleri ve kredibilite kaybına uğramaları, yabancı yatırımları engellerken, gerekli yatırımları yapmak için uygun koşullarda dış piyasadan borçlanmasını da önemli ölçüde kısıtlamaktadır. Bunun sonucu olarak siyasi otoriteler ekonomik büyüme için gerekli olan yatırımları finanse etmek açısından yurt içi piyasasına yönelmeleri faiz oranlarını artış yönünde baskı oluşturması, buna bağlı olarak yatırım ve tüketim harcamalarını azaltarak büyümeyi olumsuz etkilemektedir (Kumcu, Tari, 2005, s. 165).

Ulusal ülkelerin ekonomik büyüme için piyasalarına yabancı sermayeyi sokmanın bir diğer bedeli de dışarıya kar transferlerinin yapılmasıdır. Borçlarını çevirmek için gelişmekte olan ülkeler kısa vadeli spekülâtif amaçlı yabancı sermayeye önemli ölçüde getiri imkanı sağlamaktadır. Fakat ülkeye gelen bu yabancı sermaye kendi bünyesine uygun hareket ederek elde ettiği getirilerinin bir kısmını ya da tamamını dışarıya kaynak transferi olarak yapabilmektedirler. Yeterli düzeyde kaynağı olmayan bu ülkelerin bu şekilde dışarıya sürekli ve daha fazla kaynak aktarmaları yabancı kaynağa olan ihtiyacı ve dolayısıyla bağımlılığı da büyük oranda artırmaktadır. Sonuç olarak, kısa vadeli sermaye yatırımları, belli dönemlerle belirli bir kar maksimizasyonunu sağladıktan sonra kendi ülkesine ya da merkezine kar transferlerini yapması, ilgili ülkenin dış açığı artırarak ödemeler bilançosunu olumsuz etkiler ve yatırım ve tasarruf artışlarını yavaşlatarak ekonomik büyümeyi engelleyebilmektedir (Esen, 2008, s. 53).

Ulusal ülkelerin borçlanma faiz oranlarının yüksek tutulması, yerli ve özellikle yabancı sermayenin yönünü, istihdam artırıcı ekonomik büyümeyi sağlayacak üretime yönlendirmeyerek, sermaye hareketlerini ekonomik büyümeye katkı sağlamayan paradan para kazanma şeklindeki yatırımlara yönlendirmektedir. Kısaca reel faiz oranlarının yüksek olması, yerli ve yabancı yatırımcıları, üretimi, istihdamı ve büyümeyi arttırıcı doğrudan yatırımlara gitmek yerine faiz yatırımına davet edebilmektedir.

Sonuç olarak, kısa vadeli sermaye kaynaklı ekonomik büyüme sağlayan ulusal ülkeler, reel faiz ile döviz kuru arasındaki dengenin bozulması gibi faktörler ile bu spekülâtif amaçlı sermayeyi ülkeye getiren unsurların kaybolması ile birlikte dışa bağımlı ve yapay bir nitelik taşıyan iktisadi büyüme yaşamaktadırlar. Ayrıca sermaye çıkışı ile daralma yaşayarak istikrarsız bir büyüme trendi oluşturmaktadır (Esen, 2008, s. 54).

2.6. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Kriz Etkisi

Liberalleşme ve sermaye dolaşımının serbestleşmesi ile hızını ve gücünü artıran kısa vadeli sermaye hareketlerinin piyasalara ani giriş çıkışları finansal dalgalanmalar ve dünya ölçeğinde krizlerin oluşumuna sebep olabilmektedir.

Çalışmanın bu kısmında ekonomik krizin tanımı, kapsamı ve dünya üzerinde yaşanan krizlere değinilmeye çalışılacaktır.

2.6.1 Ekonomik Krizin Tanımı ve Türleri

Etimolojik kökeni Latince ve Yunanca'ya dayanan kriz sözcüğü sosyal bilimler alanında buhran ve bunalım gibi kavramlarla eş anlamlı olarak kullanılmakta olup beklenmedik bir sosyal, ekonomik veya psikolojik gelişme karşısında normal ilişkilerin ciddi olarak sarsılması, karşılaşılan sorunun halledilmesinde, mevcut çözüm yollarının yetersiz kalması sonucu ortaya çıkan durumları ifade için kullanılır. Bir başka tanımı ile kriz, önceden bilinmeyen ya da görülemeyen bazı gelişmelerin ekonomide sorunlara neden olmasıdır. Ekonomik kriz ise, ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları etkileyecek sonuçlar doğurmasıdır. Krizlerin yaşandığı ülkelere bakıldığında gelişmiş ülkelerde yaşandığı görülmekte ancak büyük oranda gelişmekte olan ülkelere rastlanmaktadır.

Ekonomik liberalizasyon ve serbest döviz kuru uygulamaları nedeniyle finans sektörü ve mali yapı üzerindeki devlet kontrolünün ve otoritesinin çok aza indirgenmiş olması, krizler karşısında çözüm üretilmesini ve tek bir merkezden hareketle ortak önlem oluşturulabilmesini çok zor kılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin geçmişte yalamış olduğu krizleri gruplandırarak incelersen üç ana başlıktan söz edilebilir. Bunlar “reel krizler”, finans piyasasının en önemli aktörleri durumunda bulunan bankalar ve bankacılık sisteminde yaşanan “bankacılık krizleri” ve alınan borçların geri ödeme süresince yaşanan sıkıntılarla ve döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalardan kaynaklanan “para (döviz) krizleri” dir.

2.6.1.1. Reel Krizler

Reel krizler, bir ülke ekonomisinin temel makro değerlerindeki eksiklik ya da yanlışlıklardan doğan kriz türüdür. Örnek olarak fiyatlar genel seviyesi sürekli bir artış sonucu oluşan enflasyonu verebiliriz. Reel krizin bir başka ortaya çıkış şekli ise mal piyasasındadır. Girdi fiyatlarında ya da vergilerdeki artışlar nedeniyle üretimde meydana gelebilecek daralmalar, mal piyasasında daralmaya yol açar. Bunun yine zincirleme bir reaksiyonu olarak istihdamda da daralmaya yol açabilir. Kısa vadeli yabancı sermaye girişleri, bu tarz krizlerde direkt olarak birinci derecede aktif rol oynamasa da, özellikle gittiği ülkelerdeki negatif ekonomik göstergelere karşı aşırı derecede hassas olduğu için, ani bir manevra yaparak, kendi ülkesine ya da diğer bir yüksek kar marjlı piyasaya geçiş yapabilir. Kriz anında bu yabancı sermaye kaçıışı, gelinen noktada durumun döndürülebilmesini ya da ekonomik göstergelerin

yeniden istenilen seviyelere çekilebilmesini zorlaştırmakta ya da imkansızlaştırmaktadır (Günay, 2007, s. 62).

2.6.1.2. Para (Döviz) Krizleri

Para krizinin ortaya çıkışındaki en temel neden, döviz kurlarındaki ani ve büyük oranda meydana gelen değişimlerdir. Bu krizlerin sonucunda yerel para aşırı değerlenebilir ya da devalüasyonla karşı karşıya kalınabilir. Özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarında en ufak politik ya da finansal risk durumunda çıkış yapan spekülasyon amaçlı fonlar, bu krizlerin çıkışında veya daha da derinleşmesinde aktif rol oynamaktadır. Bu krizler merkez bankalarının da rezervlerine önemli ölçüde zarar verebilir hatta tamamen erimesine yol açıp dış kredilere bağımlı bir hale getirebilir. Bankacılık sektöründe yaşanabilecek muhtemel bir kriz durumunda oluşabilecek panik havası ve belirsizlikler, para krizine de yol açabilir. Bu kriz ortamında, mevduat sahiplerinin, birikimlerini güvenli olan para cinsine çevirmeleri refleksi, o ülkenin döviz kurunu ve rezervleri büyük ölçüde olumsuz etkiler (Günay, 2007, s. 72).

Para krizleri çeşitli nedenlerden dolayı ortaya çıkabilir (Coşgun, 2006, s. 46) :

- i. Ülke içinde uygulanan makro ekonomik politikalar para krizine yol açmaktadır.
- ii. Uluslararası rezervlerde meydana gelen azalma, ödemeler bilançosunda meydana gelen kriz ve Merkez Bankaları tarafından yaratılan; genellikle bütçe açıklarının para basarak finanse edilmeye çalışılmasından kaynaklanan iç kredi genişlemesinin sabitlenmiş döviz kuru ile tutarsız olması durumunda ülke parasının değer kaybetmesi ile para krizleri meydana gelebilir.
- iii. Eğer ülke dış ticaret açığının artmasına neden olacak şekilde sabitlenmiş bir döviz kuru sistemine sahip ise ülkenin parasına yönelik spekülasyon saldırıları meydana gelebilir. Bunun sonucunda ise ülkenin döviz rezerv miktarında azalma meydana gelir.
- iv. Para krizine neden olan diğer bir sorun ise bankacılık sistemindeki sorunlardır. Mevduat sahipleri mevduatlarını istedikleri zaman geri çekme taahhüdü ile bankalarda tutarlar, herhangi bir risk gördükleri zaman bu mevduatlarını geri çekerler. Bankalar bu mevduat çekme taleplerini karşılayamazlarsa, bankaların batacağı düşüncesi bir krizle sonuçlanabilir.
- v. Krizlerin çıkışında beklentilerin önemi büyüktür. Bankalardaki fon çıkışlarına Merkez Bankasının müdahale edebilecek gücü olmadığı beklentisi eklenirse, mevduat sahipleri bu fonları yurtiçi bankalar yerine yurt dışındaki bankalara yatırmayı tercih ederler. Birçok

mevduat sahibinin bu şekilde düşünmesi ile ülke parasından kaçış başlar. Sonuçta ülke parasının değeri düşer.

vi. Para krizlerinin diğer bir nedeni de rasyonel olmayan spekülasyonlardır. Piyasada yayılan bilgiler piyasa katılımcılarının tepkilerinden dolayı dalgalanmalara neden olabilir.

vii. Krizler yayılma etkisine sahiptir. Coğrafi bölge, ticaret ortakları, yatırımcıların portföy stratejileri gibi koşullardan dolayı ortaya çıkan bulaşıcı etki ülkenin parasının değer kaybetmesine neden olmaktadır. Bu tür değer kayıpları sonucunda ülke içinde enflasyon artışı olabilir, ya da dış borçların artmasına neden olabilir. Bunların sonucunda ülke yeterli rezervde sahip değilse veya uluslararası piyasalarda kredibiliteye sahip değilse ulusal paradaki değer kaybı önlenemez.

2.6.1.3. Bankacılık Krizleri ve Finansal Krizler

Bankacılık sistemi ve finansal sistem birlikte, bir ekonomideki fon arz edenlerle fon talep edenler arasında köprü işlevi görmektedirler. Ayrıca reel ekonominin sağlıklı işlemesi de banka ve finans sistemine bağlıdır. Finansal kriz, finansal piyasaların ekonomide kendinden beklenen fonksiyonları yerine getirememesi olarak tanımlanmaktadır. Tasarrufların reel ekonomiye kazandırılmasında aracı olan bankacılık sisteminin yükümlülüklerini yerine getirememesi, menkul kıymet borsalarında hisse senedi fiyatlarının çok hızlı düşmesine, Merkez Bankaları'nın mali piyasaları yönlendirici fonksiyonunun elindeki para politikası araçlarının yetersizliği ya da etkinsizliği sebebiyle azalmasına sebep olarak finansal kaynaklı bir ekonomik kriz ortaya çıkmaktadır. Finansal krizler, banka ya da banka dışı finansal kesimdeki şirketlerin borç problemlerini ifade eden, reel ekonomi üzerinde büyük yıkıcı etkiler yaratabilen, piyasaların etkin işleyiş gücünü bozan finansal piyasalardaki çöküşler olarak ifade edilmektedirler. Bankacılık krizinden etkilenebilen bir yapısı olduğu gibi bazen de bir bankacılık krizini tetikleyebilmektedir (Küçükaksoy, 2006, s. 113).

Banka krizleri, bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyerek, bunları ertelemeye zorlayan banka başarısızlıkları ve banka iflasları; mevduatların kendilerine ödenemeyeceğinden endişe eden mudilerin panik halinde banka mevduatlarını çekmeleri; hükümetlerin söz konusu olumsuzluklara müdahale etme amaçlı olarak kurtarma ve kamulaştırma operasyonları ve de geniş ölçüde dönmeyen kredilerin varlığı hallerinde ortaya çıkabilmektedir (Küçükaksoy, 2006, s. 113).

Bankacılık krizlerinin ve banka iflaslarının nedenlerini şu maddelerde özetlemek mümkündür (Küçükaksoy, 2006, s. 116):

- i. Ekonomik resesyonlar, faiz oranlarındaki ani yükselişler, şirketlerin finansal sorunları, gayrimenkul piyasasındaki olumsuzluklar, kısa vadeli kaynakları uzun vadeli krediye çeviren bankaları zora sokmaktadır.
- ii. Türev ürünlerin gelişmesi, yüksek faiz riskinin alınması, döviz kuru riskleri ve buna bağlı olarak da açık pozisyonlar, riskli faaliyetlerdir.
- iii. Mevduat faizleri üzerindeki sınırlamaların kaldırılmış olması bankaları rekabet eden, türev araçlarını çeşitlendiren ve açık pozisyon alan bir yapı haline getirmiştir.
- iv. Az karlı ve çok riskli faaliyetlere girişilmesini sağlayan bir yönetim ve yükümlülüklerini aşan açık pozisyon bankaları zora sokmuş, bankaların kontrolün de yapılmaması bir başka kötü yönetim sorununu gündeme getirmiştir.
- v. Muhabir bankaların varlığı, işlem miktarlarının artmasına ve türev araçların çeşitlenmesine sebep olmuştur. Ayrıca çok sayıda küçük bankanın varlığı da bankacılık yapısının denetlenmesini engelleyen bir unsurdur.
- vi. Liberalizasyon sayesinde hassas yapısı olan bankacılık sektöründe, krizlerin yayılma etkisi hemen hissedilmektedir.
- vii. En ciddi bankacılık sorunları, mevduatlarının önemli kısmının yabancılara ait olduğu ülkelerde yaşanmaktadır. Olumsuz finansal gelişmelere aşırı duyarlı olan yabancılara ait bu fonlar, ulusal ekonomiyi ani terk etme eğilimindedirler. Yabancıların, bankalardaki döviz hesaplarını kapatma yönündeki panik saldırısı, bankacılık sektörüne zarar vermektense başka, rezervlerinde yitirilmesine sebep olarak bir para krizi oluşturur.

Bankalar ülkedeki makro ekonomik etkenlerden ve ekonomi politikalarından da etkilenmektedirler. Makro ekonomik dengelerde meydana gelen bozulmalar nedeni ile piyasada güvenin azalması sonucu mevduat sahipleri bankalardaki mevduatlarını zamanı gelmeden çekme talebinde bulunabilirler. Bu şekilde bankalar yüksek ödemelerle karşılaştıkları durumlarda zor durumda kalmaktadır. Makro ekonomik etkenlerden bir diğeri ticaret hadlerinde yüksek oranlı oynamalardır. Banka müşterilerinin zararına olacak şekildeki ticaret hadlerindeki oynamalar müşterilerin borçlarını geri ödemelerini engelleyecektir. Geri ödenmeyen kredilerden dolayı, bankaların nakit akışlarında problemler başlamaktadır.

Ülke içindeki enflasyonda bankaları olumsuz yönden etkilemektedir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde büyüme ve enflasyon ilişkisinden dolayı bankaların kredi risklerini değerlendirmeleri zorlaşmaktadır.

Aşırı değerlenmiş kurlar uluslararası ticarete karlılığı etkilemektedir. Yüksek olan faizler ve reel kurların aşırı değerlenmesi sonucu banka müşterileri döviz cinsinden borçlanmakta bu da bankalarda kur riski birikimine neden olmaktadır. Döviz kurundaki bu yükseliş, açık pozisyonda bulunan bankaların zor duruma düşmesine neden olmaktadır. Kur dalgalanmaları bankalardan kredi kullananları zor durumda bıraktığı için bankalar döviz kuru riskinin yanı sıra kredi riski ile de karşı karşıya kalmaktadırlar.

2.6.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde 1990 Sonrası Ortaya Çıkan Ekonomik Krizlerin Gelişimi

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkileri de önemli bir sorun oluşturmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin meydana getirdiği büyük fon birikimi ve sonrasında gelişmekte olan ülke piyasalarına yüksek işlem hacimleriyle anlık giriş çıkışlar yapılabiliyor olması, ilgili ülke piyasalarında büyük dalgalanmalar meydana getirmekte ve ardından, dünya ölçeğinde finansal krizlerin doğmasına sebep olmaktadır. Örneğin, 1992 ERM Krizi'ni, 1994-1995 Latin Amerika finansal krizlerini, 1997 Uzakdoğu Asya ve 1998 Rusya krizlerini kısa süreli sermaye hareketlerinin tetiklediği konusu yaygın olarak tartışılmaktadır (Akdiş, 2004, s. 1).

Dünya üzerinde çok sayıda finansal kriz yaşanmıştır. O kadar ki, küçüklü büyüklü krizler göz önüne alındığında her 19 ayda bir krizin olduğu anlaşılmaktadır. Bu krizlerin önemli bir kısmı gelişmekte olan ülkelerde yaşanmaktadır. 1990'ların başında, daha liberal politikaların izlenmesi ve işlem maliyetlerinin düşmesine paralel olarak, gelişmekte olan ülkelere hızla uluslararası sermaye girişleri yaşanmaya başlanmıştır.

1990 sonrasında sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesi ile birlikte, söz konusu ülkelerin ekonomileri, alışık olmadıkları, ekonomilerini ısıtan sıcak para ile tanışmışlar ve bu fonlardan dolayı sıkıntılarla karşılaşmışlardır. 1990 sonrasında bazı ekonomilerde yaşanan krizlerin birbirine etkileri de olmakla birlikte, söz konusu krizlerde

kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkileri gözlenmektedir. Aşağıda bu ülke krizlerinden bazıları incelenmeye çalışılacaktır.

2.6.2.1. Meksika Krizi (1994-1995)

Meksika 1970 yılından itibaren, 1976 yılında ve 1982 yılında da ekonomik kriz geçirmiştir. Meksika bu krizlerin ardından ülke ekonomisini düzeltmek amacı ile finansal, yapısal ve ekonomik alanda birçok yenilik yapmaya çalışmıştır. Bunların ardından bir Latin Amerika ülkelerinden olan Meksika, Aralık 1994 tarihinde para biriminde ortaya çıkan çöküş ile sarsılmış, kriz konusundaki bekleyişlerin artması üzerine 20 Aralık 1994 tarihinde ulusal para birimi Pesoyu devalüe etmek zorunda kalarak finansal bir krizle karşılaşmıştır (Coşgun,2006, s. 58). 1994 krizi öncesi Meksika' da yaşanan tabloyu kısaca özetlersek :

1974 petrol krizinden sonra yüksek enflasyon ve ekonomik durgunluk yaşayan Meksika 1987'den itibaren geniş kapsamlı bir ekonomik liberalizasyon programına başlamıştır. Dolara karşı sabitlenmiş bir kur politikası ve kamu sektöründe açıkları azaltacak sıkı bir mali ve parasal politika bu programın finansal ayaklarını oluşturmuştur. Ekonomiyi güçlendirmek için yapısal reformlar öngörülmüştür. Bu reformlar; ekonomiyi dışa açma, liberalizasyon, özelleştirme, devlet bankalarının özelleştirilmesi, deregülasyon ve vergi reformlarını içermektedir. 1988'de başlayan bu program, seçimle gelen ekonomist Salinas başkanlığındaki yeni yönetim tarafından hızlandırılmış ve kapsamı genişletilmiştir. Salinas hükümeti eski ithal ikame programının tamamen terk edildiği, ekonominin liberalleştiği, güçlü ve kararlı bir hükümetin öncülüğünde Meksika' da önemli ve kalıcı değişikliklerin yaşandığı konusunda yabancı sermayeyi ikna etmiştir. Program Meksika' da yaygın bir şekilde pazarlanmıştır. Program ilk yıllarında oldukça olumlu sonuçlar vermiştir. 1990' lı yıllarda iki sene gibi kısa bir sürede 1982 yılında kamulaştırılan 18 kamu bankası özelleştirilmiştir (Güloğlu, Altunoğlu, 2002, s. 9). 1993' de enflasyon ilk defa 20 küsur yıldan sonra tek haneli sayılara düşmüştür. 1989-1994 yılları arasında Meksika ekonomisi ortalama yılda % 3.1 büyümüştür. Salinas hükümetinin üzerinde büyük bir ısrarla çalıştığı Amerika ile Meksika arasındaki Kuzey Amerike Serbest Ticaret Antlaşması (NAFTA) 1993' de onaylanıp yürürlüğe girmiştir. Ekonomiye ciddi ölçülerde yabancı sermaye akımı gerçekleşmiştir (Kübalı, 2000, s. 1). Büyük ölçüde kısa vadeli fonlardan oluşan bu sermaye girişleri, hisse senetlerine, özel sektör tahvillerine ve devlet borçlanma senetlerine yönelmiştir. Sermaye girişlerinin büyük bölümünün kısa vadeli olması Meksika ekonomisinin makro ekonomik risklerini artırmıştır.

Meksika' ya yönelen uluslararası sermaye akımlarının hızla büyümesi, pezonun aşırı değerlenmesine neden olmuş ve cari işlemler dengesi açıklarını artırmıştır (Keskin, 2008, s. 94).

Uygulanan istikrar programı ve gerçekleştirilen reformlar sonucunda, Meksika para birimi pezo istikrara kavuşmuş ve enflasyon eğilimi kırılmıştır. Ancak, nominal döviz kuru belirlenen oranda değer kaybetmesine karşın, enflasyon oranı nominal döviz kurunun değer kaybını aştığı için pezo reel olarak değerlendirilmiştir. Büyük miktarda yabancı sermaye girişi de pezonun değerlendirilmesine katkıda bulunmuştur. Bunun sonucunda Meksika'da cari işlemler açığı hızla artmış ve cari işlemler açığının GSMH' ye oranı, yükselmiştir. Ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi ve cari işlemler açığının artması yanında, yapılan reformlar ve yabancı sermaye girişlerine karşın Meksika'nın yeterli oranda büyümemesi de finansal kriz riskini arttıran bir faktör olmuştur. Bazı ekonomistler, yapılan reformlara karşın Meksika'nın yeterli oranda büyümemesinin nedenini pezonun aşırı değerli olmasına bağlamışlar ve çözüm olarak bir defaya özgü olmak üzere devalüasyon yapılmasını önermişlerdir. Ancak, Meksika hükümeti yetkilileri, bu önerileri dikkate almayarak, ekonomik programın yolunda olduğunu ve pezoju devalüe etmek için bir neden olmadığını belirtmişlerdir (Keskin, 2008, s. 94).

Meksika krizine, ülkeye giren uluslararası sermayenin hızla büyümesi ve bunun sonucunda pezonun aşırı değer kazanması nedeniyle, cari işlemler dengesinin açık vermesi neden olmuştur. Meksika hükümeti, uzun vadeli borçlanamadığı için, kısa vadeli ve yüksek maliyetli olarak borçlanmak zorunda kalmıştır. Bunun için de dolara endeksli kamu kağıtları ihraç etmeye başlamıştır. Artan miktarda bu kamu kağıtlarının ihracı, yatırımcılarda pezonun yakında devalüe edileceği beklentisi yaratmıştır. Daha da kötüsü, Meksika, yatırımcıları devalüasyon olmayacağına inandırmak için, milyarlarca dolar tutarındaki kısa vadeli kamu borcunu, dolara endeksli tahvillere çevirmiş ve pezo düşükçe dolara endeksli bu borçların boyutları gittikçe artmıştır. Dolara endeksli tahvil sorununun kamuoyunda duyulması piyasadaki panik havasını arttırmıştır. 1994 yılının ilk yarısında, Meksika'nın uyguladığı döviz kuru politikasının sürdürülebilirliği konusundaki kuşkuların artması, kısa vadeli bonolara duyulan güveni sarsmış, faiz oranları yükselmeye başlamış ve ülkeden sermaye kaçıışı hızlanmıştır. Sermaye kaçıışı, faiz oranlarının daha da yükselmesine neden olmuş ve döviz rezervleri erimeye başlamıştır. Ayrıca, ülkedeki politik istikrarsızlıklar ve yolsuzluklar da güven bunalımına yol açarak krizi derinleştirmiştir. Döviz rezervlerinin sürekli azalması nedeniyle, 20 Aralık 1994'te %15 oranında devalüasyon yapılmıştır. Yapılan devalüasyonun

yetersiz bulunması, yatırımcılar tarafından yeni devalüasyonlar yapılacağı beklentisine yol açarak, sermaye kaçışlarını arttırmış ve Meksika hükümeti 22 Aralık 1994’de pezoyu dalgalanmaya bırakmıştır. Yeterli düzenlemeler yapılmadan bankaların hızlı bir şekilde özelleştirilmesi de, bankacılık sistemini zayıflatarak finansal kriz riskini arttıran faktörlerden birisi olmuştur. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle bankaların yurt dışından borçlanmasının önündeki engeller kaldırılmış ve özel sektöre verilen krediler hızla artmıştır (Keskin, 2008, s. 95).

Daha önce iyi gidişattan etkilenecek fonlarını Meksika’ya yönlendiren uluslararası yatırımcılar fonlarını geri çekmeye başlamışlar ve krize neden olmuşlardır. Ayrıca yıl boyunca genişleyen kredi hacmi, özel tüketim ve ithalatı yeniden canlandırmıştır.

Dolayısıyla 1994 yılında Meksika’da yaşanan krize bakıldığında temel nedeninin, 1980’lerin sonunda ve 1990’ların başında olumlu konjonktürün etkisiyle ülkeye gelen çok kısa dönemli sıcak paranın, değerlenmiş kur, yüksek cari ödemeler açığı, özel tasarruflardaki düşme ve politik istikrarsızlıkları görece ülkenin çıkmaya başlaması olduğu görülmektedir. Meksika hükümetinin 1994 yılında döviz kuru bandını genişletmesinden sonra pezo beklenenden çok daha hızlı şekilde değer kaybetmeye başlamış, uluslararası rezervler iki günde ermiş ve sonuçta da pezo dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu durum faiz oranlarının fırlamasına yol açmış ve bankaların portföylerinin bozulmasını hızlandırmıştır. Panik içindeki uluslararası yatırımcılar hızlı biçimde fonlarını geri çekmeye başlamışlar ve krize neden olmuşlardır (Açıkgöz, 2008 s. 43).

Meksika’da ki kriz yayılma etkisi yaratmış (tekila etkisi) ve başta Arjantin olmak üzere diğer Latin Amerika ülkelerine de yayılmıştır. Arjantin, uyguladığı para kuruluna dayalı istikrar programının ve Meksika ile olan zayıf ticari ilişkilerinin, kendisini Meksika krizinin olumsuz etkilerinden koruyacağını düşünmüştür. Ancak Arjantin’in yüksek oranlara ulaşan işsizlikle baş edebilmek için para kurulunu terk edebileceği yönündeki kuşkular, spekülörlerin Arjantin pesosuna karşı pozisyon almalarına neden olmuştur.

2.6.2.2. Asya Krizi (1997)

1997 yılında Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland, Japonya, Çin, Hong Kong, Tayvan’ı da içine alan Asya krizi tüm dünya ekonomilerini de etkileyen mali bir

krizdir. Kriz Şubat 1997’de başlamış, 2 Temmuz 1997’de Tayland’ın para birimi Baht’ı devalüe etmesi ile önce bölgedeki ülke ekonomilerine daha sonra ise tüm dünya ekonomilerine yayılmıştır. Güneydoğu Asya ülkeleri Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland’da 1997 yılındaki krizden önceki son on yılın GSMH büyümesi ortalama yüzde 8’e yakındı. Sergiledikleri gelişmeler “mucize” olarak nitelendiriliyor; kendilerine Asya Kaplanları deniyordu. İhracata yönelik sanayileşen Asya ülkelerinde krizden önceki otuz yıl içinde kişi başına gelir; Güney Kore’de 10 katına, Tayland’da 5 katına ve Malezya’da 4 katına çıkmıştı. Dahası, Asya’nın diğer ülkeleri Hong Kong ve Singapur’da kişi başına gelir gelişmiş ülkelerinkini bile aşmıştı. Asya Kaplanları, IMF ve Dünya Bankası tarafından “kapitalist kalkınma modeli” ne örnek gösterilen ülkelerdi. 1990’larda Asya ekonomileri, yükselen piyasalara akan toplam sermayenin neredeyse yarısını kendine çekiyordu (Uçak, 2006, s. 55).

Asya ülkelerinin dünya ihracatındaki payı son on yılda ikiye katlanmıştı. Asya’nın gelişen ekonomileri sadece önemli ihracatçı olmakla kalmamışlar, diğer ülkelerin ihracatı için de giderek önemli bir piyasa olmuşlardı. Bu ülkelerin dinamizmi, 1991-93 yılları arasında gelişmiş ekonomilerde birbiri ardınca ortaya çıkan aşağı dönüşlerin dünya ekonomisindeki olumsuz etkilerini de azaltmıştı. Onlarca yıl alan “mucizevi” gelişmenin birkaç ay içinde nasıl çöktüğünü anlayabilmek için bu ülkelerin gelişme aşamalarını kısaca irdelemek yararlı olacaktır.

1980’li yıllarda, pek çok azgelişmiş ülke gibi, Tayland, Malezya ve Endonezya da sıkıntı içindeydiler. İhracatları ithalatlarını karşılayamıyor ve dış borçlarını ödemekte zorlanıyorlardı. Moratoryum ilan etmek zorunda kalacaklarından korkan Tayland ve Endonezya, IMF’den yardım istemişlerdi ve IMF’ in önerisi; kemer sıkma politikaları, dış borçların yenilenmesi, özelleştirme, dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıydı (Uçak, 2006, s. 55).

O yıllarda Asya Kaplanlarının imdadına Japonya yetişti ve IMF programı daha uygulanmadan kaldırıldı. Şöyle ki: 1980’li yılların başından itibaren ucuz Japon mallarının, özellikle de Japon otomobillerinin, pazarlarını işgal etmiş olmasından şikayetçi olan ABD, Japonya’ya yenin değerini arttırması hususunda baskı yaptı. Japonya, 1985’de baskıya boyun eğdi; yenin değerini arttırdı. Ancak, azalan ihracattan doğacak kaybını önlemek için, üretimini dış ülkelere aktardı. Yani Japonlar, kendi ülkelerinden yapamadıkları ihracatı, dış ülkelere

kurdukları fabrikalardan yapma yoluna gittiler. Japonların doğrudan yatırım yapmak için seçtikleri ülkelerin arasında işçi ücretlerinin düşük olduğu Tayland, Malezya ve Endonezya vardı. Böylece, Güneydoğu Asya'nın fakir ülkeleri kısa bir zaman içinde dünyanın önde gelen mamul mal ihracatçıları konumuna geldiler. Dıştan bakıldığında, uluslararası piyasalarda rekabet edebilecek kalitede mal üretiyor ve satıyorlardı. Fakirlik tümüyle ortadan kalkmamış olsa bile azalıyor, orta sınıf büyüyordu. Ancak önemli bir sorun vardı: Bölgenin ihracatının hemen tümünün, üretimin asıl sahibinin yani Japonların elinde olmasıydı. 1993'den itibaren Japonya, yönünü işçi ücretleri Asya Kaplanlarınınkinden daha da ucuz olan Çin ve Vietnam'a çevirmeye başladı. Böylece, bir iki yıl içinde Güneydoğu Asya'ya gelen doğrudan yatırımlar azaldı. Japonya'nın önceliklerinin değişmesi sonucu Asya Kaplanları döviz sıkıntısına düştüler. Aynı yıllarda gelişmiş ülkelerde genel bir durgunluk hakimdi. Bu durgunluktan çıkmak için merkez bankaları faiz oranlarını oldukça düşürmüşlerdi. Uluslararası sıcak para Meksika krizinden sonra gidecek yeni bir adres arıyordu. Spekülatörler ve uluslararası bankalar gözlerini Güneydoğu Asya'nın gelişmekte olan pazarlarına dikmişlerdi. Asya Kaplanlarının hükümetleri, döviz ihtiyaçlarını karşılayacak bu fırsatı kaçırmamak için döviz alım satımlarının üzerindeki kısıtlamaları kaldırdılar; menkul kıymet piyasalarını yabancılara açtılar ve sermaye hareketleri üzerindeki tüm kontrolleri giderdiler. Sabit kur sistemine geçip, ulusal paralarını dolara çapaladılar (Uçak, 2006, s. 56). Güneydoğu Asya' da ki finansal koşullar sıcak para için artık çok cazipti. Yabancı fonlar Asya'da ki menkul kıymet borsalarında ölçüyü kaçıracak boyutlarda hisse senedi ve yüksek faizli tahvil satın alıyorlardı. Çünkü Asya ülkeleri yabancı sermayeyi çekebilmek için faiz oranlarını ABD ve diğer finans merkezlerindeki faiz oranlarının üzerinde tutmuşlardı. Balon gibi şişen sadece menkul kıymetler piyasası değildi. Asya' da yurt içi faizlerin yurt dışı faizlerden yüksek olması özel kesime yabancı para ile daha elverişli borçlanma olanağı tanıdı. Bu yüzden özel sektörün yurt dışından borçlanma girişimleri arttı (Uçak, 2006, s. 57).

Özellikle Tayland başta olmak üzere tüm Güneydoğu Asya ülkelerinde bankacılık sektöründeki gevşek ve ihmalkar yasalar nedeniyle bu sektörün yurtiçinde kullandıkları kredilerin kalitesi de bozulmuştu. Uluslararası bankalardan sağlanan kısa vadeli kredilerin çoğu üretken faaliyetler yerine menkul kıymet borsalarına ve emlak piyasalarına aktarılmaktaydı. Yurtdışından kredileri getiren finans kuruluşlarının özellikleri normal bankalardan farklıydı. Çoğu ya hiç mevduat toplamıyor ya da çok az topluyorlardı. Bunlar, mevcut hükümetlerle politik ve ekonomik bağlantıları olan kişilerce oluşturulmuş kurumlardı.

Bölgedeki ülkelerde 1997 yılının başında makro ekonomik açıdan dış dünya ile yaşanan ekonomik gelişmeler dışında bir sıkıntı yoktu. Büyüme oranları devamlı pozitif bir eğilim sergilemiş, enflasyon rakamları tek hanelerde seyretmekteydi. 1995 yılında dolar diğer güçlü paralar karşısında değer kazanmaya başlamıştı. Böylece ulusal paralarını dolara sabitleyen Asya ekonomilerinde uluslararası rekabet gücü kayıpları ortaya çıkmaya başladı. Asya ekonomilerinin verileri, ulusal paraları değerlendirilen ülkelerin cari işlemlerinde giderek bir bozulmaya işaret ederken; parası reel değer kaybı yaşayan Tayvan ve Çin gibi ülkelerde cari işlemler fazlalıkları ortaya çıkmaktaydı. Sonuçta Güneydoğu Asya ülkelerinde dış ticaret ve cari işlemler açığı ortaya çıktı. 1997 yılında çok fazla cari açık veren bir ülkede sabit kurun nasıl sürdürüleceği ve giden borçların nasıl geri döneceği sorgulanmaya başlandı. Yabancı bankaların bölgeye akıttıkları kaynakların spekülasyona gittiğinin farkında olmamaları olanaksızdı. Artık yabancı yatırımcılar yavaş yavaş Tayland'dan çekilmeye başladılar. Böylece devalüasyon beklentisi piyasaları sardı ve Tayland'ın ulusal parası, bahta karşı spekülasyon hareketleri başladı. Artık sıcak para ülkeyi terk ediyor, terk ederken de dolar rezervlerini tüketiyordu. Sonuçta Temmuz 1997' de Tayland devalüasyona gitti.

Tayland'da durum böyle olunca, yabancı yatırımcılar ve spekülasyoncular Endonezya ve Malezya'dan da şüphelenmeye başladılar. Benzer dış borçlanma, dolara bağlı kur ve gayrimenkul piyasası bu ülkelerde de vardı. Bu durumda krizlerdeki domino etkisinin kendini göstermesi çok sürmedi. Temmuz ayı bitmeden Malezya ve Endonezya paraları değer kaybetmeye başladı. Kasım ayında da krizin Güney Kore'ye yayıldığı görüldü ve sıcak para Güney Kore'yi de terk etmeye başladı.

Asya krizini özetleyecek olursak; paralarını dolara sabitleyen Uzakdoğu Asya ülkeleri, Amerikan dolarının 1995 yılına kadar Japon yeni karşısında değer kaybetmesi nedeniyle, dış ticarete büyük bir avantaj elde etmişlerdir. Japonya'nın ürettiği ürünlerin benzerlerini imalat sanayilerini geliştirerek üreten Uzakdoğu Asya ülkeleri, dış ticaret avantajlarını da kullanarak Japon mallarına ikame ürünler olarak uluslararası ticarete aktif rol oynamaya başlamışlardır. Düşük kur ve ihracata dayalı politika takip eden bu ekonomiler, hızla büyümeye başlamışlar ve uluslararası yatırımcıların gözdesi haline gelmişlerdir. Uzakdoğu Asya ülkeleri, ekonomilerine yatırım çekebilmek amacıyla sabit kurun yanı sıra faiz oranlarını da yüksek tutmuşlardır. Sermaye akımlarının girmeye başlaması ile birlikte, sabit kur rejimini sürdürmeye çalışan merkez bankalarının piyasalara müdahaleleri sonrasında rezervleri artmaya başlamıştır.

1995 yılına kadar görünen bu gidişat, doların Japon yeni karşısında değer kazanmaya başlaması ile bozulmuştur. Uzakdoğu Asya ülkelerinin de yerel paraları değerlenmeye başlamış ve böylece, uluslararası ticaretteki düşük kur avantajlarını yitirmeye başlamışlardır. Ekonomilerinin büyümesi yavaşlamaya başlamıştır. Uzakdoğu Asya ülkelerine giren sermaye akımları, ekonomilerin kötüleşmesi ve değerli para birimi sonucunda bu piyasalardan ayrılmak istemişlerdir. Bu hareketle birlikte, merkez bankalarının rezervleri erimeye başlamış ve kaçınılmaz olarak devalüasyon ve Uzakdoğu Asya kriz yaşanmıştır.

2.6.2.3. Rusya Krizi (1998)

1991 yılında Sovyetler Birliğinin dağılmasıyla beraber Rusya Federasyonu, serbest piyasa ekonomisine geçiş yönünde hızlı bir değişim yaşamış, ancak geçiş döneminde önemli ekonomik reformlar gerçekleştirilmekle beraber ekonomik sistem sağlıklı bir yapıya kavuşturulamamıştır. Bu reformlara bağlı olarak 1990'lı yılların başından itibaren yurt içi fiyatlar serbest bırakılmış, dış ticaret serbestleştirilmiş, Rusya parası Rublenin değeri piyasa koşullarında belirlenmeye başlamış ve devlete ait işletmelerin çoğunluğu özelleştirilmiştir. 1992'den beri izlenen bu politikalar sayesinde yüksek olan enflasyon oranları çok çok aşağıya çekilmiştir (Kara, 2002, s. 69). Enflasyonun düşürülmesi ve dış ticaretin serbestleşmesi konularında sağlanan başarılarla rağmen kayıt dışı ekonominin yaygın olması, sosyal güvenlik sisteminde reform yapılmamış olması nedeniyle kamuya oldukça fazla yük oluşturması ve ordunun yüksek harcamalarından dolayı devlet bütçesi sürekli açık vermeye devam etmiştir.

Dış ticaretin serbestleşmesi ve enflasyon oranında sağlanan başarılarla rağmen ekonomik büyümenin sağlanamaması, iyi işleyen bir hukuki yapının ve etkin bir vergi sisteminin kurulamaması, sosyal güvenlik sisteminde gerekli reformların gerçekleştirilememesi ve bankacılık sistemin yeterince gelişmemiş olması yaşanan ekonomik krizin temel nedenlerini oluşturmaktadır (Öner, 2006, s. 43).

1997 yılında Rusya'nın borç yapısı içinde kısa vadeli borçların yüksek olması sorun yaratmaktaydı. Buda Rusya hükümetini bu kısa vadeli borçların finansmanı için yeniden borçlanmaya itmekteydi. 1997 yılının sonuna doğru bütçe gelirlerinin az olmasından dolayı mevcut borç stoku Rusya Hükümetine yönelik kaygıları artırmaya başlamıştır.

Rusya Hükümeti eski borçlarını ve ücretlerini ödeyebilmek için 1995 yılından itibaren yoğun bir şekilde kısa vadeli borçlanmaya başlamıştır. Faizler 1995 yılında % 240'lara kadar yükselmiştir. 1996 yılı devlet başkanlığı seçimleri öncesinde, ücretlilere ödeme yapabilmek için faiz oranları daha da yükseltilmiştir. Bu dönemde uluslararası kredilendirme kuruluşlarının Rusya'ya, Brezilya, Türkiye ve Arjantin gibi ülkelere daha yüksek derece notu vermesi, Rus Hükümetinin borçlanmasını kolaylaştırmıştır (Öner, 2006, s. 44).

Kısa vadeli borçlanmaların üretken yatırım alanlarına değil, maaş ve ücretler gibi harcamaları finanse etmede kullanılmış olması, mevcut durumda vergi ve sosyal güvenlik reformlarının yapılamamış olması ve dolayısıyla sağlam bütçe kaynaklarının oluşturulamamış olması yabancı yatırımcılarda Rusya'daki riskin giderek büyüdüğü endişesini oluşturmuştur (Öner, 2006, s. 44).

1998'de finansal piyasalarda yaşanan çalkantıların dinmemesi üzerine Rusya'da hükümet değişikliği yaşanmış, ancak yeni hükümette bu çalkantıları dindirememiştir. Bu dönemde Japonya ve diğer Asya ülkelerinde de istikrarın sağlanamaması ve Asya krizinin beklenenden daha uzun süreceğinin anlaşılması, Rusya'da durumun daha da kötüleşmesine katkıda bulunmuştur.

1998 yılında Rusya Hükümeti finansman ihtiyacını karşılayabilmek için IMF ile bir destek antlaşması imzalamıştır. Sağlanan yeni dış kredi imkanlarının da desteğiyle Rus Merkez Bankası Temmuz ve Ağustos ayı başlarında ısrarla rublenin değerini değiştirmeyeceğini açıklamış, ancak devalüasyon spekülasyonlarını dindirilemeyerek hükümet 90 günlük moratoryum ilan etmiştir.

Kısacası Rusya'yı krize iten sebepler şöyle özetlenebilir:

- i. Kronikleşmiş bütçe açıkları.
- ii. Merkez Bankası'nın sıkı para politikası sonucu Rublenin aşırı değerlenmesi.
- iii. Bankacılık sektörünün yeterince gelişmemiş yapısı.
- iv. Toplam ekonomi içinde kayıt dışı ekonominin %50 seviyesinde oluşu ve bun bağlı olarak vergi kayıpları.
- v. İktidar mücadelelerinin ülkede sürekli siyasi gerginliğe yol açması, bununda reform çalışmalarının önünde engel oluşturması.

vi.Asya krizinin etkisiyle hammadde fiyatlarının dünyada ki düşüşünün Rusya'nın ihracatını olumsuz etkilemesidir.

Kriz sırasında finansal kuruluşlar, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması nedeniyle, hem kamuya hem de reel sektöre kaynak aktarımını azaltmışlardır. Rus bankacılık sistemi kriz öncesinde, mevduat toplayan ve bunu kredi olarak özel sektöre kullandıran kuruluşlar olmak yerine, kamuyu finanse eden kuruluşlar niteliğindedir. Dolayısıyla 1998 yılı krizi ile bankacılık sektöründe meydana gelen sarsıntı halihazırda düşük olan kredi hacmini etkilememiş ve reel sektörde kredi daralması anlamında bir etki yaratmamıştır. Söz konusu dönemde banka sayısındaki artışlara rağmen, bankaların reel sektöre kullandırdıkları krediler azalmıştır (Musullugil, 2007, s. 82).

2.6.2.4. Brezilya Krizi (1999)

Türkiye gibi, uzun bir dönem enflasyon sorunları yaşamış bir ülke olan Brezilya, 1980'li yıllardan itibaren başarısızlıklarla sonuçlanan çok sayıda istikrar programından sonra Temmuz 1994'te "Real Planı"nı uygulamaya koymuştur. Bu plan çerçevesinde, Temmuz 1994'te Brezilya Hükümeti yeni para birimi Reali tedavüle çıkarmış ve Realin değerini Amerikan Dolarına sabitlemiştir. Real Planı ile enflasyonu tek haneli rakamlara indirmeyi başaran, uyguladığı daraltıcı politikalar ile oldukça iyi bir büyüme hızına ulaşan, gerçekleştirdiği başarılı özelleştirme programı ile gelişmekte olan ülkelere örnek olarak gösterilen ve uluslararası sermayenin hızla aktığı Brezilya'da 1999 yılında ortaya çıkan kriz herkesi şaşırtmıştır. Ancak politik kaygılar nedeniyle bütçe disiplini sağlayamayan ve finansman açığını kısa vadeli tasarruflarla kapatmaya çalışan Brezilya için böyle bir sonuç kaçınılmazdı (Keskin, 2008, s. 102).

1998 yılının Ağustosunda Rusya'nın moratoryum ilan edip krize gitmesi ile birlikte, Brezilya'da ki yabancı yatırımlar bütçe ve cari işlemler dengesinde ki açıklara kuşkuyla bakmaya başlamış ve Rusya krizinden sonraki üç ayda Brezilya'dan çok miktarda sermaye kaçıışı yaşanmıştır. Brezilya krizinde de spekülasyonların etkisini görmek mümkündür. Brezilya Reali spekülasyon saldırılarına maruz kalmış, Realin değerinin korunabilmesi için faiz oranları yükseltilmiştir. Faiz oranlarının yükseltilmesi ise bütçe açıklarını aşırı derecede artırmıştır. Realin dolara sabitlenmesi ve yüksek yurt içi faizlerin de etkisiyle aşırı değerlenmesi ise devalüasyon beklentilerine neden olmuştur. Tüm bu olumsuz gelişmelere ek

olarak Ocak 1999'da Brezilya'nın eyaletlerinden birisinin, merkezi hükümete olan borcunu ödeyemeyeceğini açıklaması Real üzerindeki baskıları artırarak krizi başlatmıştır. Real üzerindeki baskıların artması karşısında Ocak 1999'da Real % 8 oranında devalüe edilmiş ve yapılan bu devalüasyonun piyasaları yatıştırma da yetersiz kalması nedeniyle, spekülasyon saldırılar devam etmiş ve Brezilya Merkez Bankası döviz kuruna müdahalelerden vazgeçerek Reali dalgalanmaya bırakmıştır (Keskin, 2008, s. 102).

Dünyanın hızlı büyüyen bir ülkesine kriz öncesi büyük oranlı sermaye akmış ve daha sonra bu sermaye hızla geri kaçmıştır. Brezilya yabancı sermaye kaçışlarını rezervleri ile dengelemek istemesine rağmen bunu gerçekleştirememiş ve kriz yayılmıştır.

Brezilya bu krizden sonra dış yardım sağlamıştır. Kısa bir geçiş döneminin ardından 1990 yılının Haziran ayında enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Yani krize tepki politikası, sıkı maliye politikası, enflasyon hedefleme ve dış destekten oluşmuştur.

2.6.2.5. Arjantin Krizi (2001)

1990'lı yılların sonunda Arjantin ekonomisinde, gelir dağılımının bozukluğu ve yüksek işsizlik ülkede rüşvet ve yolsuzlukları sürekli artırmıştır. 1990 yılında itibaren uygulanan hatalı özelleştirme politikaları ile oluşturulan verimsiz şirketler ve karteller ülke ekonomisine zarar vermiştir. Arjantin milli petrol şirketlerini bile stratejik değerlendirme yapmadan satmıştır. 1990-2000 yılları arasında Arjantin ekonomisine giren yüklü miktardaki sıcak para ekonominin dengesini bozmuştur. Asya, Meksika ve Rusya krizlerinin etkisi ile ekonomisi zayıflamış olan Arjantin'de kısa vadeli, ödenmesi zor dış borçların miktarında artış gözlenmiştir (Evirgen, 2004, s. 2).

Arjantin 1990'lı yılların başında hiperenflasyonu yenmek, yabancı sermayenin karşı karşıya olduğu riski azaltarak ülkeye dış kaynak girişini sağlayabilmek amacıyla para kurulu ve döviz kurunun nominal çapa olarak uygulanması, 1991 yılında yürürlüğe giren konvertibilite planının temelini oluşturmuştur. 1991 yılında Peso, Dolara sabitlenmiş ve parasal tabandaki genişleme, döviz girişi ile sınırlandırılmıştır. Böylece hem enflasyon beklentisinin kırılması hem de yabancı sermayenin enflasyon ve devalüasyon riskinin azaltılması amaçlanmıştır (Kara, 2002, s. 72).

Arjantin'deki konvertibilite planının en büyük başarısı fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Programın ilk iki yılında hiperenflasyon süreci denetim altına alınmış, sonraki yıllarda ise enflasyon tek haneli rakamlara inmiştir. Enflasyonda sağlanan başarıların dışında, Arjantin kısa bir süre içinde geniş çaplı bir özelleştirme programı uygulamaya koymuş ve bu süreçte, kamu hizmetleri ve kamu iktisadi kuruluşları büyük ölçüde özelleştirilmiştir. Makroekonomik istikrarın sağlanması, geniş çaplı özelleştirme uygulamaları ve aynı zamanda ABD'ye göre daha yüksek faiz oranları, Arjantin ekonomisine yabancı sermaye girişlerinin artmasını sağlamıştır. Para kurulu uygulaması ise riskin azaltılması ve sermaye girişinin sağlanması sürecine olumlu yönde katkıda bulunmuştur (Keskin, 2008, s. 104).

Arjantin benimsediği para kurulu sistemi, yaptığı özelleştirmeler ve reformlarla başarılı bir performans sergilemiş ancak Meksika krizini takip eden dönemde ekonomisinde sıkıntılar yaşamaya başlamıştır. Arjantin' de işlerin kötüye gitmesi ve krizin oluşumuna neden olan çeşitli içsel ve dışsal faktörler vardır. İçsel olarak siyasi ve bürokratik çekişmeler, yolsuzluklar, harcamaların kontrol altına alınamaması ve buna bağlı olarak artan bütçe açığı ve borçlar, büyümenin durması ve bunun sonucunda azalan vergi gelirleri, işsizlik ve yüksek seyreden faizler sayılabilir. Dışsal olarak da Meksika ve Brezilya paralarının devalüe edilmesi ve aynı zamanda doların değer kazanması Arjantin'in rekabet şansını azaltmıştır. Kurun sabit olması nedeni ile ithalat ve dış ödemeler açığı artmıştır. Bu durumda devalüasyon beklentisi nedeni ile yabancı sermaye kaçmış ve 2001 yılının ilk aylarında ulusal rezervlerde azalma olmuştur. Buda ekonomide daralma ve likidite sıkıntısına yol açmıştır. Yabancı sermayenin yurt dışına çıkması, yurt içi sermayenin yurt dışına kaçması ve ülkenin dış borçlarını ödemesi açısından daha riskli duruma gelmesi, faiz oranlarının artmasına neden olmuş ve reel faiz oranları ekonomik büyümenin üzerinde seyretmeye başlamıştır.

Geniş çaplı sermaye girişleri doğal olarak Arjantin ekonomisinin büyüme sürecine olumlu yönde katkıda bulursa da, büyümenin, ekonominin rekabet gücünün artmasından çok dış kaynak girişine bağlı olarak gerçekleşmesi, büyüme dinamiğinin oldukça istikrarsız ve kırılgan bir yapı sergilemesine neden olarak krize ortam hazırlamıştır. Arjantin'de özelleştirmeden elde edilen gelirler, mali ve cari dengesizliklerin düzeltilmesi açısından faydalı olmakla birlikte, 1990'ların ortalarında Arjantin'de özelleştirilebilecek tüm varlıklar tükendiğinden, özelleştirme gelirleri, hükümet için süreklilik gösteren bir gelir kaynağı olamamıştır. Özelleştirme programının belli bir doyum noktasına ulaşması ile Arjantin için önemli miktarda uzun vadeli doğrudan yabancı yatırım çekme olanağı büyük ölçüde ortadan

kalkmıştır. Böyle bir durumda sermaye girişinin canlılığını koruyabilmek için giderek daha büyük boyutlarda ve oldukça değişken bir yapıya sahip olan portföy yatırımlarına başvurmak gereği ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda, dolar üzerinden çıkarılan Arjantin tahvillerinde yaşanan yoğun satışlar portföy yatırımlarını arttırmıştır. Ayrıca, özelleştirme gelirleri olmadan kamu kesimi dengesinin sağlanması da giderek olanaksız hale gelmiş ve kamu kesiminin sürekli açık vermesi sonucu artan finansman gereksiniminin portföy yatırımlarıyla karşılanması Arjantin'in iç ve dış borç yükünü arttırmıştır (Keskin, 2008, s. 104).

Sabit kur uygulamasının bir sonucu olarak Arjantin ekonomisinde reel döviz kuru değerlenmiş ve bunun sonucu olarak da, rekabet gücü kaybı, dış ticaret açığı ve bunu finanse eden yüksek miktarda sermaye girişleri yaşanmıştır. Özellikle de ekonominin ithalatı artmış fakat reel sektörün rekabet gücünün zayıfladığı bir dönem başlamıştır. Ülkenin risklilik düzeyini artıran gelişmeler, fon sahiplerinin Arjantin ekonomisine borç vermek için talep ettikleri faizi çok yükseltmiştir. Sonuçta Arjantin ekonomisi, borçlarını döndüremez ve dış kaynak bulamaz duruma gelerek, 1994-1995 yıllarında bir borç krizi ile karşılaşmıştır. 1995 krizinden sonra yeniden büyüme hızı artmaya başlasa da 1998 yılına geldiğinde daralma süreci tekrar kendini göstermiştir. 1998 yılındaki işsizlik oranını yükselmiş ve zaten düşük olan tasarruf oranlar da düşerek, yatırımların yabancı tasarruflarla finanse edilmesi gereğini artırmıştır (Küçükaksoy, 2006, s. 175).

Arjantin'de uygulanan konvertibilite programının çerçevesinde 1990'ların ortasına kadar ekonomide görülen iyimserlik, tablonun oldukça zayıf temeller üzerine kurulduğuna dikkat çekmektedir. Bu dönemde gözlenen yüksek büyüme, büyük çapta dış borçlanma ve özelleştirme gelirleri tarafından finanse edildiğinden talep ağırlıklı ve aslında yapay bir büyüme sürecinin yaşandığını göstermektedir. Pesonun değerlenmesine bağlı olarak ihracatın hızla azalması özellikle küçük ve orta boy işletmeleri oldukça zor durumda bırakmıştır. Rekabet güçleri azalan üreticiler, ücretleri ödeyemez duruma gelmişler ve birçok işletme iflas etmiş, bazıları da küçülme yoluna gitmiştir. 1999 yılında işsizlik artmış, ekonomik büyüme negatife dönmüş ve yabancı yatırımcılar alacaklarının ödenmesi konusunda endişelenmeye başlamışlardır. Milli gelirin azalması, vergi gelirlerinin artışını ve dolayısıyla kamu finansman dengesini de olumsuz yönde etkilemiştir. Makroekonomik dengelerin gittikçe bozulduğu bir konjonktürde, Arjantin'in borç sorunu önemli bir şekilde hissedilmeye başlamıştır. Dış borç alımında ve cari hesaplardaki açığın finanse edilmesinde daha çok dolar üzerinden çıkarılmış olan tahvillerin kullanılması, borç tuzağı ile sonuçlanmıştır.

2001 yılı ortalarında Arjantin'in borçlarını ödeyemeyebileceği korkusuyla piyasalar çok yüksek faiz talep eder hale gelmiş, faizlerin geldiği düzeyler, borç ödemelerinin durmasına neden olmuştur. Borçların ve döviz kuru politikasının sürdürülebilirliği konusunda oluşan kuşkular, 2001 yılının ilk yarısında yabancı sermayenin ülkeden çıkmasına neden olmuştur. Bu çıkışlar, krizin etkisiyle 2002 yılında da devam etmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, uluslararası rezervler 2001 yılının ilk yedi ayında yaklaşık %40 oranında azalmıştır. Yurtiçi kredi piyasasından borçlanma olanağı kalmamış ve fon transferini önlemek için hükümet, vadesi gelen bonolarını ve kısa dönem borçlarını yüksek faiz oranlı yeni uzun dönem araçlarla takas etmeye başlamıştır. Bu başarısız girişimlerden sonuç alınamaması üzerine, kamu harcamalarını azaltmak için maaşlar ile emeklilik fonlarında kesintiler yapılmaya başlanmıştır. Ancak, bu karar sosyal protestolar ve direnişle karşılaşmış ve bu da krizin daha da derinleşmesine yol açmıştır. Krizin derinleşmesi, Pesonun devalüe edileceği söylentilerini iyice güçlendirince hükümet, halkın Pesolarını dolara çevirmelerini önlemek amacıyla banka mevduatlarının geri çekilmesini sınırlandırmaya başlamış ve bu durum yeni sosyal protestolara sebep olmuştur. Bu gelişmeler karşısında, Arjantin Pesosu, Ocak 2002 tarihinde devalüe edilmiş ve hükümet, dış ticaret ve sermaye hareketlerinde resmi kuru 1dolar = 1,4 peso olarak belirlemiştir. Lüks malların ithalatı, turizm ve diğer işlemler de ise piyasa kurlarının geçerli olması kararlaştırılmıştır. Şubat 2002 tarihinde ise ikili döviz kuru sisteminden vazgeçilerek peso dalgalanmaya bırakılmıştır (Keskin, 2008, s. 107).

2.7. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü

1980'li yıllarda, tasarruf oranının yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkeler kaynak sıkıntılarını giderebilmenin temel yöntemi olarak sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini benimsemiş ve bu yönde önemli mevzuat değişiklikleri yaparak finansal piyasalarını serbest hale getirmişlerdir. Gelişmekte olan ülkeler sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda sağlayacakları ek kaynak ile büyümelerini finanse etmeyi ve var olan sermaye yetersizliklerini gidermeyi amaçlamışlar ve kısa vadede başarılı olmuşlardır. (Keskin, 2008, s. 108).

1990 sonrasında, özellikle finansal sermaye akımlarının yoğun olarak yöneldiği pek çok gelişmekte olan ülkede yaşanan finansal krizler, uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde ortaya çıkardığı olumsuz etkilerin yoğun olarak tartışılmaya başlamasına neden olmuştur.

Ortaya çıkan bu olumsuz etkiler, bu ülkelerin sermaye akımlarından bekledikleri faydayı sağlayamadıkları, sermaye akımlarından beklenen olumlu etkilerin tersine dönerek, finansal istikrarsızlıkların ve bunun ardından gelen krizlerin temel nedeni olduğu görüşünün önem kazanmasına neden olmuştur. Makroekonomik istikrarın henüz sağlanamamış olduğu gelişmekte olan ülkelerde, sermaye giriş-çıkışlarındaki dalgalanmalar, bu ülkelerdeki istikrarsızlıkları artırmakta, daha önemlisi herhangi bir güvensizlik ortamında sermaye girişlerinin aniden tersine dönmesi, yaşanan istikrarsızlık ortamının ağır bir krizle son bulmasına yol açmaktadır (Gürbüz, 2006, s. 64). Bu nedenle, yapısal sorunlarını çözmeden ve istikrarlı bir büyüme oranına sahip olmadan serbestleşmeye giden birçok ülkede yaşanan kötü deneyimler, finansal krizler sonrasında, özellikle kısa vadeli spekülative sermaye giriş-çıkışlarının kontrolü, sermaye akımlarının serbestisini savunan çevreler tarafından bile gerekli görülmeye başlanılmıştır. Bu kontroller, ülke vatandaşlarının döviz bulundurmaları, yurt dışında döviz hesabı açtırmaları, yabancı ülke tahvilleri yada şirket hisselerini almaları gibi konuları içermektedir.

Sermaye kontrolleri, uluslararası sermaye hareketlerinin hacmini, yönünü, niteliğini veya zamanlamasını değiştirmeye yönelik resmi düzenlemelerdir (Vergil, 2002, s. 20). Sermaye akımlarının kontrolü, sadece sermaye girişlerinin kontrol edilmesi ya da sadece sermaye çıkışlarının kontrol edilmesine yönelik olabileceği gibi, her ikisinin de kontrolünü sağlamaya yönelik de olabilmektedir.

Uluslararası sermaye kontrolleri, ilk olarak Birinci Dünya Savaşı döneminde, savaş harcamalarını finanse etmek amacıyla kullanılmıştır. Savaş sonrası dönemde bu kontroller uygulamadan kaldırılmıştır. 1929 Dünya ekonomik bunalımı, savaş borçları ve dış ödeme dengesizlikleri uluslararası finansal piyasalara güveni sarsmış, bu nedenle uluslararası finansal işlemlerde sermaye kontrollerine yönelik politikalara daha fazla başvurulmaya başlanılmıştır. Bu gelişmelerle başlayan sermaye kontrolleri, Bretton Woods Anlaşması'ndan 1970'lerin sonlarına kadar uygulanmış, 1980'le birlikte ortaya çıkan finansal serbestleşme ve deregülasyon kavramları ışığında yavaş yavaş kaldırılmıştır (Gürbüz, 2006, s. 65).

Yakın geçmişe baktığımızda, uluslararası finansal piyasalarda hızlı bir biçimde hareket eden spekülative sermayenin kontrol edilmesine yönelik ilk girişimlerin Asya krizi sonrasında ortaya çıktığı görülmektedir. Asya Krizi'ni takiben yaşanan Rusya, Brezilya, Türkiye ve

Arjantin krizleri ise, spekülâtif sermayenin kontrol edilmesine yönelik çabaları daha da artırmıştır (İnsel, Sungur, 2003, s. 6).

Neoklasik teori, piyasaların mükemmel işlediği ve sermaye piyasalarında belirsizlik ve istikrarsızlığın olmaması gibi varsayımları benimsediğinden, piyasalara yapılacak her türlü müdahalenin refah azaltıcı yönde etki ortaya çıkaracağını öne sürmektedir. Bu nedenle sermaye akımlarına yapılacak herhangi bir müdahalenin, yani sermaye akımlarının kontrolüne yönelik uygulanacak politikaların büyüme ve refah azaltıcı olduğunu savunmaktadır (Gürbüz, 2006, s. 66).

Sermaye kontrolleri konusundaki Keynesyen analizler ise, temel olarak sermaye kontrollerinin, yatırımları artıracığı ve politikaların uygulanmasında finansal açıklıktan kaynaklanan sorunları engellemek yoluyla faydalı olacağını öne sürmektedirler. Bunlara göre kapasite kullanımını artıran ve yüksek büyüme hızını kolaylaştıran genişlemeci politikaların, sermaye kontrolleri ile bir arada uygulanması durumunda yatırımlar ya düşük yurtiçi faiz oranları ile ya da yüksek yurtiçi talep ile teşvik edilecektir (Gürbüz, 2006, sy.66).

Ülkelerin sermaye hareketlerine kısıtlama ve denetim getirmelerinin nedenleri genel olarak şu şekilde sıralanabilir (Keskin, 2008, s. 109):

- i.Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması ile oluşabilecek döviz kuru istikrarsızlıkları ve ödemeler dengesi krizlerinin önlenmesi.
- ii.Yurtiçi tasarrufların yurtiçi yatırımlarda kullanılmasını sağlamak ve yabancıların yurtiçi üretim faktörlerine sahip olmalarını sınırlamak.
- iii.Yurtiçi finansal aktifler, gelir ve servet üzerinden kamu yetkililerine vergileme olanağı sağlamak.
- iv.Yurtdışına çıkabilecek sermaye akımlarını önlemek.
- v.Yurtiçi ekonomik dengeleri uluslararası faiz ve kur dalgalanmalarından yani dış şoklardan korumak.

Özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri kurdaki hareketliliği artırdığı ve uluslararası rezervlerde ani değişikliklere neden olduğu için kontrol edilmesine yönelik en fazla çaba gösterilen sermaye hareketi türüdür. Her an ani bir çıkışa dönüşebilecek bu tip sermaye girişinin riski dolayısıyla Merkez Bankaları önemli ölçüde döviz rezervi bulundurmakta bu da

parasal genişlemeye neden olmaktadır. Genişleme sterilize edilemediğinde enflasyonist etkiler yaratmaktadır. Bu tip nedenlerle çeşitli yollarla sermaye kontrolleri uygulanmaktadır. Kısa vadeli bu sermaye hareketlerine getirilen kontroller doğrudan ve dolaylı kontroller olarak ikiye ayrılabilir.

Doğrudan kontroller; açık yasaklamalar, miktar kısıtlamaları ya da onay süreci ile, sermaye işlemlerinin veya ilgili ödemelerin ve fon transferlerinin kısıtlanmasıdır. Döviz kurları ve faiz oranlarının üzerine sınırlamalar getirilmesi, yabancıların özellikle kısa vadeli menkul kıymetler başta olmak üzere, yatırım yapabilecekleri aktiflere sınırlamalar getirilmesi, yabancı yatırımcıların mali kurumlara sahip olmalarının yasaklanması ve zorlaştırıcı koşullar getirilmesi, bankaların yurt dışı işlemlerine ve yabancılar ile yaptıkları yurt içi işlemlerine yüksek münzam karşılıklar getirilmesi, bankaların ve diğer mali kurumların açık döviz pozisyonu tutmasına sınırlamalar getirilmesi de doğrudan kontrollerin içinde yer alır (Açıkgöz, 2008, s. 62). İdari kısıtlamalar, ilgili sınır ötesi finansal işlemlerin hacmini etkilemeyi amaçlamaktadırlar. Doğrudan kontroller sermaye hareketleri için belli izin alma gibi uygulamalar ile de gerçekleşir. Doğrudan kontrollerin yaptırım gücü çok daha keskin ve güçlü görünmektedir. Bu kontrollerin genel özelliği, sermaye akımlarının kontrolü için bankacılık sistemine idari yükümlülükler getirmesidir.

Dolaylı kontrollere ise; çift ya da çoklu döviz kuru sistemleri, sınır ötesi finansal akımların açık ya da gizli vergilenmesi (Tobin Vergisi) ve diğer piyasa temelli önlemlerle sermaye hareketlerinin daha maliyetli kılınarak kısıtlamaya çalışılmasıdır. Bu kontroller, yalnızca fiyatı ya da hem fiyatı hem de işlem hacmini etkileyebilmektedir.

Tobin vergi diye bilinen vergi ile döviz piyasasında yapılan çok kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı işlemlerin düşük bir oranda vergilendirilerek döviz kurlarındaki akışkanlığın azaltılması, uluslararası alanda kullanılmak üzere gelir yaratılması ve ülkelerin elde ettikleri kaynak ile daha fazla otonomiye sahip olmasını amaçlamıştır. Söz konusu vergi işleminin amacın ne olursa olsun hem alıfta hem de satıfta işlem miktarı üzerine uygulanacak oran kadar tahsil edilecektir. Tobin'e göre bu vergi uluslararası alanda bütün ülkelerde aynı oranda alınmalı ve hükümetler tarafından ülkelerinde gerçekleştirilen her türlü döviz işlemi için geçerli olmalıdır. Verginin maliyeti aktifi elde tutulma dönemine ters orantılı olduğundan spekülasyonu yavaşlatacaktır. Vergi maliyeti hesap durumunun vadesi ne kadar kısa olursa o kadar fazla olacaktır (Yılmaz, 2006, s. 94).

Tobin vergisi ile kısa vadeli, spekülâtif işlemlerin döviz kuru üzerindeki istikrarsızlık yaratıcı etkisi, bu tür işlemlerin toplam hacim içindeki payının azalması ile önlenecek, döviz kuru dalgalanmaları azaltılabilecektir. Böyle bir durumda gerçek mal ve hizmet ticareti için finansal ortamı rahatlatacaktır. Bu vergi, ekonomiler arasında bir mali sigorta fonksiyonu olma görevi de görebilecektir. Çünkü döviz kurları spekülâtif baskı altında olan hükümetler, yerli paralarının değerini koruyabilmek için kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalmaktadırlar. Döviz kurunun mevcut düzeyini kısa vadeli faiz oranlarını yükselterek koruma yönteminin ulusal ekonominin istihdam düzeyi ve büyümesi üzerindeki olumsuz etkilerinin telâfi edilebilmesi ise hem uzun bir zaman dilimini hem de yüksek maliyetlere katlanılmasını gerekli kılmaktadır. % 0,5 oranında bir Tobin vergisinden vergi hasılatı elde edilmesi mümkün görülmektedir. Tobin vergisinin birincil hedefi olmasa da elde edilmesi mümkün olan bu vergi hasılatı göz ardı edilemeyecek kadar önemli büyüklüktedir (Şimşek, 2007, s. 30).

3. TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE EKONOMİK BÜYÜME

Türkiye 1980'de 24 Ocak Paketi ile dışa açılma ve ekonomik serbestleşme sürecine girmiştir. Bu bağlamda gerek dış ticaret gerekse sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaları kaldırmaya yönelik önemli adımlar atılmıştır. Bu gelişmelerle birlikte dış ticaret hacminde gerçekleşen önemli artışlar, sermaye hareketlerinde de artışı beraberinde getirmiştir. Sermaye hareketlerinde görülen bu artış daha çok portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinde etkisini göstermiş ve bu yatırımlar doğrudan yatırımlara göre çok daha yüksek seviyelere çıkmıştır. 1989 yılında yürürlüğe konulan Türk Parasının Kıymetini Koruma hakkında 32 sayılı Karar ortaya çıkan bu durumun en temel sebebidir. Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerini 1980-1989 arası dönem ve 1989 sonrası dönem olmak üzere incelenecektir.

1980 sonrasında Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri rakamsal olarak artış göstermekle birlikte oldukça inişli çıkışlı bir seyir izlemiştir (Tükel, 2007, s. 80).

1980-1989 döneminde; mevduat ve kredi faiz oranlarının -zaman zaman kesintiye uğramakla birlikte- serbestliği sağlanmış, faiz ve kredi dağılımı üzerindeki kontroller kaldırılmış, döviz üzerinden yapılacak işlemler serbestleştirilmiş ve kişilere portföylerinde döviz bulundurma imkanı tanınmıştır. Menkul kıymet piyasaları oluşturularak işletmelere yeni finansman kaynakları yaratılmıştır. Böylelikle, finansal serbestleşmenin ilk aşaması olan yurtiçi finansal piyasaların serbestleştirilmesi süreci tamamlanmış, dış finansal serbestleşmeye ön hazırlık olarak değerlendirilebilecek uygulamalar tamamlanmıştır (Gürbüz, 2006, s. 81).

Türkiye ekonomisinde 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 sayılı 'konvertibiliteye geçiş' kararı ile sermaye akımlarının serbestliği sağlanmıştır. Alınan kararlar, uluslararası finansal sermayenin ülkeye serbestçe giriş-çıkışı için gerekli bütün koşullar oluşturulmuş ve Türkiye ekonomisi 1990'lı yılların başında tamamıyla dışa açık bir ekonomi haline gelmiştir.

1989 sonrası dönemde ise Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin gelişimi incelendiğinde sermaye hareketlerinin sayısal olarak arttığı ve buna ek olarak doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, uzun ve kısa vadeli sermaye hareketleri şeklinde 1980 öncesi

dönemde mevcut olmayan, henüz uygulama alanı bulunmayan sermaye giriş ve çıkış biçimleri görülmeye başlamıştır (Tükel, 2007, s. 80).

Türkiye'ye yönelen yabancı sermaye özellikle 1990'lı yıllarda dalgalanmalar göstermekle birlikte 1980-1989 dönemine göre 1990 sonrası dönemde sermaye hareketleri çok hızlı bir şekilde artmıştır (Tükel, 2007, s. 81). 2001 yılında ise Türkiye'den çok miktarda kısa vadeli sermaye çıkışları yaşanmıştır.

1980 sonrası Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri incelendiğinde daha çok spekülasyon kar güdüsüne dayalı olarak kısa vadeli portföy yatırımları şeklinde gerçekleştiği görülmektedir. 2002 yılından sonra ise istikrar ortamına bağlı olarak portföy yatırımları ile birlikte doğrudan yatırımlar da önemli ölçüde artış göstermiştir.

Bu bölümde ise Türkiye'deki finansal serbestleşme ve sermaye hareketlerinden bahsedilecektir. Ayrıca sermaye hareketlerinin boyutları ve neden olduğu krizlere değinilecektir.

3.1. Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimine Yönelik Yapılan Değişiklikler

Türkiye'de finansal serbestleşmeye yönelik olarak yapılan ilk düzenleme, 1980 yılında mevduat ve kredi faiz oranlarına uygulanan tavanların kaldırılması şeklinde olmuştur. Bir yandan yatırımları özendirmek, diğer yandan kamunun borçlanma maliyetini azaltmak amacıyla, nominal faiz oranları 1970'li yıllar boyunca devlet tarafından doğrudan denetlenerek düşük düzeylerde tutulmuştur. Ancak 1970'li yılların sonlarına doğru enflasyonun hızla yükselmesi nedeniyle reel faiz oranları negatife dönmüştür. Mevduatın reel getirisinin azalmasına neden olan bu durum, banka mevduatlarını olumsuz yönde etkilediğinden, birikimler bankacılık sisteminden çekilerek fiziki mallara, dövize ve örgütlenmemiş finansal piyasalara yönelmeye başlamış ve bu durum ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemiştir. Bu nedenle, 1980 yılında uygulanmaya başlanan istikrar programının kısa ve uzun dönemli amaçlarına yönelik olarak, 1980 yılının Temmuz ayında mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır. Faiz oranları üzerindeki devlet denetiminin kaldırılmasıyla amaçlanan, tasarrufları finansal sisteme yönlendirmek ve finansal kuruluşlar

arasındaki rekabeti artırarak finansal sektörün derinleşmesini sağlamaktır (Keskin, 2008, s. 128).

Türkiye’de dış ticaret ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesine ilişkin reformların önemli bir adımı da döviz kuru rejiminde yapılan değişiklikler ile atılmıştır. 1980 öncesinde uygulanan sabit döviz kuru rejiminde Türk Lirasının değeri hükümet tarafından değişen ekonomik koşullara göre ayarlanmıştır. Ancak, ayarlamalarda oluşan gecikmeler Türk Lirasının bazı dönemlerde belirgin şekilde ve aşırı ölçüde değerlenmesine neden olmuştur. Bu nedenle, 24 Ocak 1980’de uygulamaya konulan istikrar programıyla, ithal ikamesi döneminden kalan aşırı değerli ulusal para uygulaması terk edilerek daha gerçekçi ve esnek bir döviz kuru politikası yürütülmeye başlanmıştır. Böylece, Türk Lirasının diğer para birimleri karşısındaki değeri önemli oranda düşürülmüş ve kara borsanın varlığını da engelleyen tek bir geçerli kur oluşmuştur. 1 Mayıs 1981’le birlikte TCMB günlük kur ayarlamalarına başlamıştır. Ayrıca, 1982 yılı sonunda ticari bankaların döviz pozisyonu bulundurmalarına izin verilmiştir. Bu uygulamanın amacı, yurt dışından ve paralel piyasalardan bankacılık sistemine döviz transferlerini arttırmak ve sermaye kaçışını engellemektir (Keskin, 2008, s. 130).

Türkiye’nin finansal serbestleşme sürecinde hedeflerden birisi de Türkiye’de oluşumunu tam olarak tamamlayamamış bir piyasa türü olan sermaye piyasasını kurmaktır. Türkiye’de bu süreçte, 1981 yılında yürürlüğe konan Sermaye Piyasası Kanunu, Türkiye’de sermaye piyasalarının düzenlenmesi, desteklenmesi ve denetlenmesini; güvenli, saydam ve dengeli bir şekilde işleyen sermaye piyasaları yoluyla yatırımcıların hak ve çıkarlarının korunmasını amaçlamış ve menkul kıymetler piyasalarının gelişimini destekleyen en önemli adımlardan birisi olmuştur. Bu doğrultuda, sermaye piyasalarının koşulları ve işleyiş mekanizması üzerinde düzenleme ve denetleme yetkisine sahip olacak şekilde ve Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabi olarak 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuştur (Keskin, 2008, s. 131).

1986 yılı başında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), kamu menkul kıymetleri için bir ikincil piyasa olarak faaliyete başlamıştır. Aynı yıl değiştirilen para politikası rejimi çerçevesinde TCMB’nin temel amacı, bankacılık sisteminin toplam rezervlerini denetlemek suretiyle para arzını denetlemek olarak belirlenmiştir. Nisan 1986’da bankalararası para piyasası (interbank) faaliyete başlamıştır. Bankalararası para piyasası, rezerv fazlası ve rezerv

gereksinimi olan bankaları karşı karşıya getirerek rezerv yönetimini kolaylaştırmış, ayrıca TCMB'nin bu piyasayı faiz ve işlem hacmi olarak izlemesine ve para politikasını yönlendirmede gerekli sinyalleri almasına olanak sağlamıştır. TCMB Şubat 1997'de açık piyasa işlemlerine (APİ) başlamıştır. APİ bir para politikası aracı olmakla birlikte, devlet iç borçlanma senetlerinin alım satımına konu edilmesi, aynı zamanda devlet tahvilleri için ikincil bir piyasa oluşturulmasına katkıda bulunmuştur.

Kısacası; Türkiye'nin 1980'de 24 Ocak Paketi ile dışa açılma ve ekonomik serbestleşme sürecine girmesi ile gerek dış ticaret gerekse sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaları kaldırmaya yönelik önemli adımlar atılmıştır. Bu gelişmelerle birlikte dış ticaret hacminde gerçekleşen önemli artışlar, sermaye hareketlerinde de artışı beraberinde getirmiştir. Sermaye hareketlerinde görülen bu artış daha çok portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinde etkisini göstermiş ve bu yatırımlar doğrudan yatırımlara göre çok daha yüksek seviyelere çıkmıştır (Tükel, 2007, s. 80).

3.2. Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Krizler

1990'a kadar olan dönemde Türkiye'ye gelen sermayenin yarısından fazlasını kısa vadeli sermaye oluştururken, 1991 yılında net sermaye girişi yerine net sermaye çıkışı olmuştur. 1991 yılında ki bu sermaye çıkışının sebebi Körfez Savaşıdır. 1990 yılının Ağustos ayında başlayıp 1991 yılının Ocak ayında savaşa dönüşen Körfez Krizi ülke içindeki sermaye hareketlerinde çıkışa neden olmuştur. Bu etki en çok kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde olmuştur. Türkiye yüksek faiz farkına rağmen savaş sebebi ile riskli ülke konumuna girmiştir. Buradan da anlaşıldığı gibi ülkelerin sahip olduğu faiz farklılıklarına rağmen kısa vadeli sermaye hareketleri dış şokların yarattığı belirsizlikler nedeni ile ülke ekonomisinden ani şekilde çıkabilmektedir.

Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbestleştiği dönemlerde var olan makro ekonomik dengesizlikler giderilememiş ve giderek de büyümüştür. En önemli dengesizlik unsuru olan kamu kesimi açıkları, iç borç stokunu arttırmış bu durum ise yeterince derinleşmemiş mali piyasalar üzerinde baskı yaratarak faiz oranlarını yükseltmiştir. Yüksek faizlerden yararlanmak isteyen kısa vadeli sermaye girişlerinde artış olmuş bu da yurtiçi mali piyasaları bir anlamda rahatlatmıştır. Var olan makro ekonomik dengesizlik ortamında yabancı aktörlerin bekleyişlerinin kötüleşmesi kısa vadeli sermaye hareketlerinde zaman zaman

önemli çıkışlara neden olmuştur. Kısa vadeli sermaye girişleri, istikrarsız bir seyir izlemiş ve yıllar itibarı ile dalgalanmalar görülmüştür (Coşgun, 2006, s. 86).

Türkiye’de sermaye hesabının serbest hale getirilmesinin ardından, sermaye hareketlerinde meydana gelen artışın temel nedeni faiz farklılıklarının yaratmış olduğu arbitraj imkânı olmuştur. Türkiye’de yurtiçi faizlerin, yurtdışı faiz ve kurlarda beklenen nominal değer kaybından büyük olduğu dönemlerde, özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinde net sermaye girişi olmuştur. Bu giriş kısa vadeli sermaye hareketlerinde ticari bankaların yurt dışından sağladığı kısa vadeli krediler, kuruluşların sağladığı krediler ya da bankalarda yurt dışındaki yerleşik kişilere açılan döviz tevdiat hesapları ve diğer yükümlülükler şeklinde olmaktadır. Bu girişlerin tümünün belirleyicisi faiz farkından doğan arbitraj imkanını değerlendirmektir (Coşgun, 2006, s. 86).

1992-1993 yıllarına gelindiğinde toplam sermaye hareketleri içinde portföy yatırımlarının payı artmıştır ve ilk sıraya yükselmiştir. Bunu, kısa vadeli sermaye hareketleri izlemiştir.

1990 yılından itibaren bu güne kadar sermaye hareketleri hızlı bir artış göstermektedir. 1992 yılı ve 1993 yılındaki artışların sürükleyicisi portföy hareketleri iken 1995 yılına gelindiğinde bu genişlemenin sürükleyicisi kısa dönemli sermaye hareketleri olmuştur. 1994 yılında yaşanan kriz nedeni ile net sermaye girişi değil net sermaye çıkışı olmuştur (Coşgun, 2006, s. 89).

1995 yılında ise Türkiye ‘ye sermaye girişleri yeniden artış göstermiş kısa vadeli sermaye hareketlerinin oranı %77 olmuştur. Buradan da anlaşıldığı gibi 1994 yılında yaşanan krizden sonra kısa vadeli sermaye hareketlerinin toplam içindeki payı artmıştır.

1990–1996 yılları arasında doğrudan yatırımların payının gerilediği, buna karşın bazı yıllar çok belirgin olmak üzere, kısa vadeli yatırımların payının hızla arttığı görülmektedir. Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri ve portföy hareketlerinin payları dalgalı bir seyir izlemektedir (Coşgun, 2006, s. 89).

1997 yılındaki çıkıştan sonra kısa vadeli sermaye hareketinde artan oranda yükseliş görülmektedir. 1998 yılında toplam giriş içindeki payı %10 olan kısa vadeli sermaye hareketi 1999 yılında da yükselişini sürdürmüş %21 oranına yükselmiştir. Bu yıllarda da Türkiye’de

doğrudan yabancı yatırım miktarı düşük oranlarda seyretmektedir. Çünkü bu sermaye uzun vadeli bir sermayedir ve ülkedeki makro ekonomik dengeler bu sermaye girişini oldukça etkiler.

Türkiye 2000 yılında ve 2001 yılında iki büyük finansal kriz atlatmıştır. Bu yıllarda Türkiye’de önemli miktarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu nedenle 2001 yılında verilmiş olan doğrudan yatırımların dışındaki sermaye hareketlerinin oranlaması Türkiye’de sermaye çıkışlarını ifade etmektedir. 2001 yılındaki en yüksek sermaye çıkışı %57 ile kısa vadeli sermaye hareketinde olmuştur. Onu %23 oranı ile portföy yatırımları izlemektedir.

2002 yılına gelindiğinde ise kısa vadeli sermaye hareketlerindeki çıkış devam etmiştir. Ancak en yüksek çıkış portföy yatırımlarında meydana gelmiştir. Bunun büyük bir kısmı da yabancı yatırımcıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır.

Uzun vadeli sermaye hareketleri bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin, uluslararası finans kuruluşlarından, yabancı hükümetlerden aldıkları kredileri ifade etmektedir. Bu yılda uzun vadeli sermaye hareketlerinde artış görülmektedir.

2003 yılında ise sermaye girişleri yaşanmıştır. En yüksek giriş yine kısa vadeli sermaye hareketi ile gerçekleşmiştir. 2003 yılındaki kısa vadeli sermaye hareketlerindeki girişin oranı %43 tür. Onu %31 oranı ile portföy yatırımları izlemektedir. 2004 yılında da kısa vadeli sermaye girişi yaşanmıştır. Bu yıldaki sermaye hareketlerinin sürükleyicisi yine %36 ile portföy yatırımı ve %30 ile kısa vadeli sermaye hareketleridir (Coşgun, 2006, s. 91).

2004 yılına gelindiğinde ise toplam sermaye hareketleri içinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlığı azalmıştır. 2005 yılında da sermaye hareketlerinin temel belirleyicisi uzun vadeli sermaye olmuştur. 2006 ve 2007 yılları ise kısa vadeli sermaye akımlarından net çıkışların yaşandığı yıllar olmuştur. 2006 yılının Mart ayında ABD Merkez Bankasının faiz oranlarını arttırması, 2007 yılı Ağustos ayında ise ABD’de yüksek riskli konut kredilerindeki sorunlar nedeniyle uluslararası kredi piyasalarında risk algılamalarının artması, Türkiye’de bankacılık sektörünün kısa vadeli borçlanmasını olumsuz yönde etkileyerek, kısa vadeli sermaye çıkışlarına yol açmıştır (Keskin, 2008, s. 152).

Spekülatif amaçlı kısa vadeli sermayenin, kısa dönemde ekonomide ekonomik dengeyi sağlaması amacıyla önündeki engellerin kaldırılarak serbest hale getirilmesi, ülkemize yönelik

bu tip sermaye hareketlerinin artmasına yol açmıştır. Artan bu hareketler siyasi veya sosyoekonomik bir istikrarsızlığın mevcut olduğu durumlarda ülkemizi ani çıkışlarla terk etmiştir. Bu çıkışların faturası ağır olmuştur. Öyle ki çıkışlar neticesinde Türkiye; 1994 Nisan, 2000 Kasım ve 2001 şubat tarihlerinde büyük çaplı finansal krizlere maruz kalmıştır. Aşağıda ki alt başlıklarda bu krizlere değinilecektir.

3.2.1. Nisan 1994 Krizi

Ülkemizde yaşanan 1994 krizinde döviz kuru politikaları, para ve faiz politikaları, uluslararası sermaye hareketleri, Avrupa Döviz Kuru Sistemi krizi ve Birinci Körfez Savaşının etkileri bulunmaktadır.

Türkiye'nin 1980 öncesinde durumu birçok yönden Latin Amerika ülkeleri ile benzerlik taşıyordu. Bu ülkelerin çoğunda olduğu gibi, Türkiye' de yüksek enflasyon ve dış borç, işsizlik, ithalat tıkanıklıkları ve ihracat durgunluğuyla karşı karşıya bulunmaktaydı. 1980 öncesinde uygulanan finansal baskı politikaları, Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Türkiye' de de finansal piyasaların gelişmemesine ve tasarruf oranlarının düşmesine yol açmıştır. Bunlara ek olarak ülkede büyük çapta siyasi istikrarsızlık mevcuttur. Türkiye içinde bulunduğu kriz ortamından kurtulabilmek için Ocak 1980' de IMF ile yapılan anlaşma gereği büyük çapta reformlar içeren istikrar programını yürürlüğe koymuştur. Bu programın temel amaçları, kısa dönemde enflasyonu kontrol altına almak ve ödemeler dengesinin açıklarını gidermektir. Uzun dönemde ise dış ticareti serbest bırakmak, döviz kuru rejimini esnek hale getirmek, kamu işletmelerini özelleştirmek ve finansal reformları yürürlüğe koymak olmuştur. Finansal serbestleşme politikalarını tamamlar nitelikte, 1989 yılında sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmıştır. 24 Ocak kararları ile birlikte ihracat patlaması yaşanmış ve ödemeler dengesi açıkları küçülmüştür (Şimşek, 2007, s. 46).

1989 yılında sermaye hareketlerinin tamamen serbestleşmesiyle birlikte artan sermaye girişleri, Türkiye'nin iç dinamiklerinden kaynaklanan sorunları geçici olarak bertaraf etmeyi başarmış ancak uzun vadeli sürdürülebilir bir büyüme sürecini beraberinde getirememiştir. Yabancı sermaye hareketleri üzerindeki tüm kontrollerin ve denetimlerin kaldırılması ile birlikte, Türk finans piyasaları kısa vadeli sıcak paranın spekülasyonuna açılmıştır. Ulusal piyasalarda merkez bankası, döviz, kur ve faiz oranlarını birbirinden bağımsız birer politika aracı olarak kullanabilme olanağını kaybetmiş ve finans piyasaları kısa vadeli spekülatif

yabancı sermaye hareketlerinin denetimi altına girmiştir. Türkiye bu sermaye hareketlerini, ülke içine çekmeyi sağlayacak bir kur-faiz politikası uygulamıştır. Yurtiçi faiz oranlarının yarattığı yüksek arbitraj olanağı bu durumda çok etkin rol oynamıştır. Bir taraftan, sürekli artan kamu açıklarının, faizleri artırması, diğer taraftan da faiz oranlarındaki düşüşlerin kısa vadeli sermayeyi yurtdışına kaçıracağı endişesi, bu dönemde Türkiye’de faiz oranlarının, hep yüksek seyretmesine neden olmuştur (Aytemiz, 2008, s. 68). Faiz oranların yükseltilmesi sonucu kısa vadeli sermaye hareketleri hızlanmış ve 1990 yılında doruk noktaya ulaşmıştır. Bu kısa vadeli sermaye girişi, ithalatın finansmanı ve kamu açıklarının iç borçla kapatılması için kullanılmıştır. Türk parasının reel olarak değer kazanması ve iç talebin artması ihracı azaltmıştır. İhracattaki azalması ve ithalatın artması sonucu cari işlemler açığı rakamları büyümüştür. Terörle mücadele, Körfez Savaşı, maaş ve ücretlerdeki artışlar nedeniyle artan kamu açıkları faizler üzerinde büyük bir baskı oluşturmuştur. Bu kamu açıklarının finansman maliyeti düşürülmek istenmiş, bu amaçla borçlanmaya sınırlama getirilerek, faizler düşürülmeye başlanmış, yüksek enflasyon, yüksek cari işlemler ve bütçe açıkları TL ye güveni azaltmıştır. Aynı zamanda tahvil ve bonolardan elde edilecek gelire vergi uygulanacağı ilan edilmiş buda dış kaynak bulmada zorlanan hazineyi iç kaynak bulmada da zorlamıştır. Böylece Merkez Bankası kaynakları zorunlu olarak kullanılmaya başlanmıştır.

1993 yılında Merkez Bankası faiz oranlarını artırmamış ve piyasadaki likidite fazlası devalüasyon beklentisiyle dövize yönelmiştir. Böylece kurlar hızlanmış ve 1994 yılında resmi kur ile serbest kur arasındaki fark artmıştır.

Bu gelişmelerden sonra 1994 yılının Ocak ayında TL yaklaşık % 14 oranında devalüe edilmiştir. Bunu takiben Mart ayı içinde de iki defa TL devalüe edilmiştir ve Nisan ayına kadar TL nin yabancı paralar karşısında değer kaybedişi sürmüştür. Bu durumda bankaların aşırı döviz talebi karşısında Merkez Bankasının döviz rezervleri azalmıştır.

Yine 1994 yılında uluslararası kredilendirme kuruluşları Türkiye’ nin kredi notunu düşürmesi ve bazı ulusal bankaların kapanması ile de ekonomi, krize sürüklenmiştir. Merkez Bankası TL nin çok fazla değer kaybetmesini önlemek için gecelik faiz oranını yükseltmek zorunda kalmıştır. 1994 yılı Türk ekonomisi için oldukça ağır kayıpların olduğu bir yıl olmuş, enflasyon % 106 lara fırlamış, Merkez Bankası rezervleri dibe vurmuştur.

Türk Hükümeti krizden sonra, ihracatı artırıp ithalatı azaltarak, dış borçları sınırlandırmak, kamu gelirlerini artırıp kamu harcamalarını kısarak bütçe dengesine yaklaşmak, enflasyon artışının önünü keserek enflasyonu düşürmek, özelleştirme, sosyal güvenlik ve tarım alanlarında gerekli reformları yapmak için 5 Nisan kararlarını almıştır. Bu kararların amaçları vadelere yayıldığında ise, kısa vade de döviz piyasası ve dış dengede yeniden istikrarı sağlamak, orta vade de kamu açıklarını azaltmak ve enflasyonu düşürmek, uzun vade de ise ihracatı özendirerek tedbirler almak, özelleştirmeyi hızlandırmak ve sürdürülebilir büyümeyi mümkün kılmak hedeflenmiştir.

5 Nisan kararları ile ayrıca aslında “ilginç” bir döviz kuru politikası benimsenmiştir. Çünkü bir taraftan döviz kuru Latin Amerika ülkelerindeki gibi sabit tutulmamış ya da başka bir para birimine eşitlenmemiş, diğer yandan döviz kuru başlangıçta hızlı bir biçimde devalüe edilmiş ve daha sonra kur artış hızının enflasyon oranının altında kalması hedeflenmiştir (Şimşek, 2007, s. 49).

Nisan 1994 krizi, sermaye hareketlerinden kaynaklanan, genel olarak iyi regüle edilememiş finans sektörünün serbestleştirilmesinden sonra yaşanan ekonomik sorunlar üzerine oluşan bir kriz modelidir. Bu modele göre dışarıdan kısa vadeli dövizle borçlanan bankaların vade ve para cinsinden taşıdığı risklerle hükümet tarafından sağlanan mevduat garantilerinin sebep olduğu ahlaki risk, banka panikleri, aşırı krediler sonucu oluşan tüketim patlaması krizi oluşturan başlıca sebepler arasında görülür (Şimşek, 2007, s. 49-50).

3.2.2. Kasım 2000 Krizi

Türkiye’de 1998 yılının ortalarında ekonomide başlayan daralma süreci, dünyada yaşanan ekonomik durgunluğun da etkisiyle, 1999 yılında derinleşmiştir. Rusya krizinin etkisiyle portföy kaynaklı sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Sermaye çıkışı sonucunda hazine faizler genel seviyesini yükseltmiştir. Daralan ekonomide azalan fonların büyük bir kısmının kamu sektörü tarafında kullanılması, özel sektörü dışlama etkisi yaratmıştır. Ayrıca bu dönemde bütçe açıkları ve enflasyon rakamlarında ciddi artışlar görülmüştür. Tüm bu etkiler sonucu Türkiye ekonomisinde 1999 yılında küçülme görülmüştür. Ekonomide yaşanan tüm bu olumsuzlukları giderebilmek ve Türkiye ekonomisini yeniden istikrara kavuşturabilmek için kapsamlı bir programa gereksinim duyulmuştur. Bu çerçevede, Aralık 1999’da, IMF destekli

ve üç yıllık bir dönemi kapsayan “Döviz Kuruna Dayalı Enflasyonu Düşürme Programı” uygulanmaya başlanmıştır (Keskin, 2008, s. 201).

Programın orta vadeli amaçları, üç yıllık sürenin sonunda enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek, reel faiz oranlarını makul bir düzeye düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak ve ekonomideki kaynakların daha etkin kullanımını sağlamak olarak belirlenmiştir. Programın temel olarak üç unsuru bulunmaktadır Bunlar; sıkı maliye politikası uygulamalarıyla faiz dışı fazlanın arttırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması, düşük enflasyon hedefine odaklanmış para ve kur politikalarıdır (Keskin, 2008, s. 201).

2000 yılında programda öngörülen enflasyon hedefine ulaşamamakla birlikte, enflasyonla mücadelede önemli bir aşama kaydedilmiş ve enflasyon son 14 yılın en düşük düzeyine gerilemiştir. Ayrıca 2000 yılında kamu finansman dengesinde de iyileşme sağlanmış ve bazı yapısal reformlar gerçekleştirilmiştir. Programın başında döviz girişine bağlı olarak faiz oranlarında beklenenin üzerinde hızlı bir düşüş yaşanmıştır. TCMB kaynaklarından kamuya kredi açılmaması faiz oranındaki düşüşün en önemli etkenlerinden birisi olmuştur. Ayrıca, hazinenin yurt dışından borçlanmayı tercih etmesi, kamu hesaplarının birincil fazla vermesi ve özelleştirmeden elde edilen gelirlerin borç stokunu eritmekte kullanılması faiz oranlarındaki düşüşün diğer önemli etkenleridir (Keskin, 2008, s. 202). Faiz oranlarının bu kadar hızlı bir şekilde düşmesi, hazinenin borç yükünün azalmasına katkıda bulunmakla birlikte TCMB'nin enflasyonla mücadele politikasını zedelemiştir.

Giderek büyüyen cari açığa karşı yabancı sermaye girişine gereksinim duyulmuş ancak 2000 yılında hem doğrudan hem de portföy yatırımlarında bir önceki yıla göre düşüş gerçekleşmiştir. Ayrıca yapılması planlanan özelleştirme ve yapısal reformlara ilişkin gecikmeler iç ve dış piyasalarda tedirginliği artırarak sermaye girişlerini ve dolayısıyla likiditeyi olumsuz yönde etkileyerek faiz oranlarının yükselmesine ve devalüasyon beklentilerinin artmasına neden olmuştur. Faiz oranlarında ki yükselme bazı bankaların mali yapılarını bozmuş ve piyasalarda tedirginlik ve güvensizliği arttırmıştır. Bu arada devalüasyon beklentisi içindeki bankalar, yıl sonunun da yaklaşması nedeniyle, dövizdeki açık pozisyonlarını kapatma çabası içerisinde girerek döviz taleplerini arttırmışlardır. Bankalardan gelen döviz talebi, doğal olarak, TL talebini arttırarak faizlerin yükselme eğilimi içerisine girmesine neden olmuştur. Yükselen faizler ellerinde yüksek miktarda hazine bonusu olan

bankaların risklerini yükseltmiştir. Çünkü yükselen faizlerle beraber, bankaların ellerindeki hazine bonolarının değeri düşmekte ve bankalar zarar etmektedir. Bu arada hazine bonosuna yüksek oranda yatırım yaptığı bilinen bazı bankaların bankalararası para piyasasından borç bulmaları da zorlaşmış ve piyasada önemli bir likidite sıkışıklığı başlamıştır (Keskin, 2008, s. 204). Böylece yatırımcılarda ki tedirginlik artmış ve piyasadan yüklü miktarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. Sermayenin yurt dışına çıkışı, döviz talebi üzerinde baskı oluşturarak var olan likidite gereksinimini üst düzeylere çıkarmış ve faiz oranlarının giderek yükselmesine neden olmuştur. Artan likidite gereksinimine karşılık, TCMB, program çerçevesinde belirlenen döviz rezervlerini minimum düzeyde tutmak ve parasal tabanı net dış varlıklardaki artış oranında yükseltmek hedefleri uyarınca piyasaya likidite vermemiştir. Döviz talebindeki artış faiz oranları arttırılarak frenlenmek istenmiştir. Bu gelişmeler ışığında bazı bankalara el konulmuştur.

3.2.3. Şubat 2001 Krizi

Türkiye ekonomisinde önceki yıllarda yaşanan olumsuz gelişmeler bankaların zaten riskli olan yapılarını kötü etkilemiş, cari açığın artmasına, ihracat/ithalat oranlarının azalmasına, uluslararası sermaye hareketlerinin ülkemizi terk etmesine, bankaların dış ülkelerden kredi almalarının zorlaşmasına ve ülke riskinin artmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler sonucu ülke rezervlerinde erimeler görülmüş, likiditeye sıkışan piyasalarda finansal baskı nedeniyle, faiz oranları sıçrama yapmıştır. Artan faizler kısa vadeli olan, spekülatif sermaye hareketlerini cezbetmiş ve ülkemize yüklü miktarda kısa vadeli sermaye girişi olmuştur. Ancak bazı kredilendirme kuruluşlarını ülkenin kredi notunu düşürmüş, buda zaten tedirgin olan yatırımcılara olumsuz sinyaller vererek, kısa vadeli sermaye çıkışlarına yol açan güven kaybına neden olmuştur. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu ve kamu kesimi açıklarının önemli bir kısmının kısa vadeli sermaye hareketleri tarafından finanse edildiği bir ülkede, faizler düşürülmüş, böylece dövize olan talep artmış ve Nisan 1994 yılında yaşanan krizle ülkeden yüklü miktarda kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır.

1999 yılı sonunda IMF ile uygulamaya konulan, yarı sabit kura bağlı enflasyon düşürme programı sayesinde, ekonomide 2000 yılı ortalarına kadar belli başlı iyileşmeler görülmüştür. Ancak finans sektöründe yapılması gereken yapısal iyileşmeler uygulamaya konulmamıştır. Bankaların pozisyon açıklarını arttırarak dövize bağlı borçlarını yurt içinde devlet iç borçlanma senetleri ile yüksek getiri elde etmeleri ve piyasaya tüketici kredileri vererek

tüketim harcamalarını kamçılama neticesinde enflasyonda beklenen düşme olmamıştır. Türk parasının aşırı değerlenmesi sonucu ve dış ticaret hadlerinde bozulmalarda cari işlemler dengesi büyük açıklar vererek yabancı yatırımcıların piyasalardan çıkmasına sebep olmuştur (Şimşek ,2007, s. 52).

Gelişmekte olan ülkelerde ki mali krizler farklı nedenlere dayanmış olabilir. Ama hemen hepsinde ortaya çıkan bir özellik, kriz öncesinde hızlı bir ekonomik genişleme sürecinin yaşanmakta olmasıdır. Faizlerin ve karlılık olanaklarının yüksekliği ülkeye yoğun bir kısa vadeli sermaye veya portföy sermayesinin girmesine neden olmakta, bu da mali varlıkların fiyatlarında spekülasyon şifkinliklere yol açarak dış mali yatırımları daha da özendirici etkide bulunmaktadır (Şimşek, 2007, s. 53).

Bu koşullar altında Türkiye ekonomisi Kasım 2000' de bir mali kriz yaşamıştır. Bu kriz IMF'in yardımı ile atlatılmıştır. Kasım 2000' de yaşanan bu kriz uygulanan programın eksikliklerini dile getirmekle beraber siyasi otoritelerin zayıflığı nedeniyle gerçekleştirilemeyen yapısal reformlar, piyasalarda ki güvensizliği panik havasına çevirerek programı derinden sarsmıştır. Kasım 2000'de meydana gelen bu dalgalanma faizlerde hızlı bir yükselişe sebep olmuş, bazı bankaların mali yapılarını bozmuş ve 2001 yılının Şubat ayında hazine ihalesinde yaşanan olumsuz gelişmeler, programa olan güveni tamamen ortadan kaldırmıştır. Türk parasına karşı meydana gelen bir atak, likidite sıkışıklığı, ödemeler sisteminin kilitlenmesine sebep olmuştur ve Merkez Bankası Şubat 2001'de Türk Lirasını yabancı paralar karşısında dalgalanmaya bırakmıştır.

Türkiye'de Şubat krizinden sonra 15 Mayıs 2001 tarihinde açıklanan ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı olarak adlandırılan yeni bir program yürürlüğe girmiştir. Yeni programın temel amacı, döviz kuru çıpasına dayalı rejimin terk edilmesi nedeniyle, ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak, bu amaçla eski alışkanlıklara bir daha geri dönülmesine olanak vermeyen, yeni ve çağdaş kurumsal yapıları oluşturmak, iktisadi etkinliği sağlayacak yapısal reformları gerçekleştirmek, makroekonomik politikaları enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanmak, sürdürülebilir büyüme ortamını sağlamak ve bölgeler arasındaki gelir dağılımı bozukluklarını gidermek olarak belirlenmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2001, s. 17). Bu çerçevede, kamu kesiminin artan borç yükünün sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulması amacıyla maliye politikası daha da

sıkılaştırılmış, para politikasında TCMB' nin kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi arttırılmış ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir (Keskin, 2008, s. 207-208).

Kasım 2000 ve Şubat 2001 yıllarında yaşanan krizler, finansal kesimin kırılgan yapısını önemli ölçüde arttırmış ve finansal kesimin en önemli kısmını oluşturan bankaların mali yapılarında önemli bozulmalar yaşanmıştır. Bu nedenle, 2001 yılı Mayıs ayında uygulamaya konulan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının önceliklerinden biri bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması olmuştur. Bu kapsamda, “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı” hayata geçirilmiştir. Program esas olarak, kamu bankalarının finansal ve işlevsel açıdan yeniden yapılandırılması, TMSF’ deki bankaların durumlarının hızla çözülmesi, krizlerden sonra özel bankaların sağlıklı yapıya kavuşturulması ile sektörün daha etkin ve rekabetçi olabilmesi için gerekli yasal ve kurumsal düzenlemelerin yapılması unsurlarına dayandırılmıştır (Keskin, 2008, s. 208).

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler finansal serbestleşme ile birlikte ihtiyaç duydukları sermaye hareketlerini kısa vadeli olarak uluslararası piyasalardan sağlama imkanı elde etmişlerdir. Ancak finansal serbestleşme öncesi süregelen yapısal sorunlar giderilemediğinden sermaye hareketleri, makro dengelerde ki olumsuz değişimlere karşı hassasiyetini korumuş, makro dengelerin sürdürülemez olduğu dönemler ülkemizi terk ederek finansal krizlere sebebiyet vermiştir (Şimşek, 2007, s. 54).

3.3. Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme

Çalışmanın bu kısmında Türkiye ekonomisinin de 1990-2008 yılları arasında ülkeye gelen kısa vadeli sermaye hareketleri ve GSYİH rakamları, 1990-2000 ve 2001-2008 olarak iki döneme ayrılıp incelenecektir.

3.3.1. 1990-2000 Yıllar Arasındaki Sermaye Hareketleri ve Büyüme

Türkiye ekonomisinde 1923 ile 1990 yılları arasındaki büyüme hızları Tablo 1’ de özet olarak verilmiştir. Bu tabloya göre 1923-1979 yılları arasındaki GSMH büyüme hızı % 5,5’ dir. 1923-1949 ve 1950-1979 dönemlerinde her iki oran içinde çok büyük farklılıklar meydana gelmemiştir. Cumhuriyetin kuruluşundan 1979 yılına kadar gerçekleşen büyüme hızı 1980-2008 yılları ortalamasının üstündedir.

Türkiye ekonomisinde 1980 yılından itibaren piyasa ekonomisine dayalı ve büyümeyi teşvik eden politikalar benimsenmiştir. Ancak 1980 ve 1990'lı yılların ortalama büyüme hızı, 1970'li yılların altında kalmış ve istikrarsız bir gelişme göstermiştir. 1970'lerin ortalama büyüme hızı % 5,9 iken 1980 ve 1990' lı yıllarda % 4, 2000-2008 yılları arasında % 4,8 olarak gerçekleşmiş, son 25 yıllık dönemde 1980 yılı öncesi ortalaması yakalanamamıştır.

Tablo 3.1. Türkiye’de 1923-2008 Yılları Arasında Dönemsel GSYİH Büyüme Hızları

Dönem	GSYİH Büyüme Hızı (%)
1923-2008	5,1
1923-1979	5,5
1923-1949	5,1
1950-1979	5,8
1980-2008	4,7
1980-1990	4,0
1990-2000	3,9
2000-2008	4,8

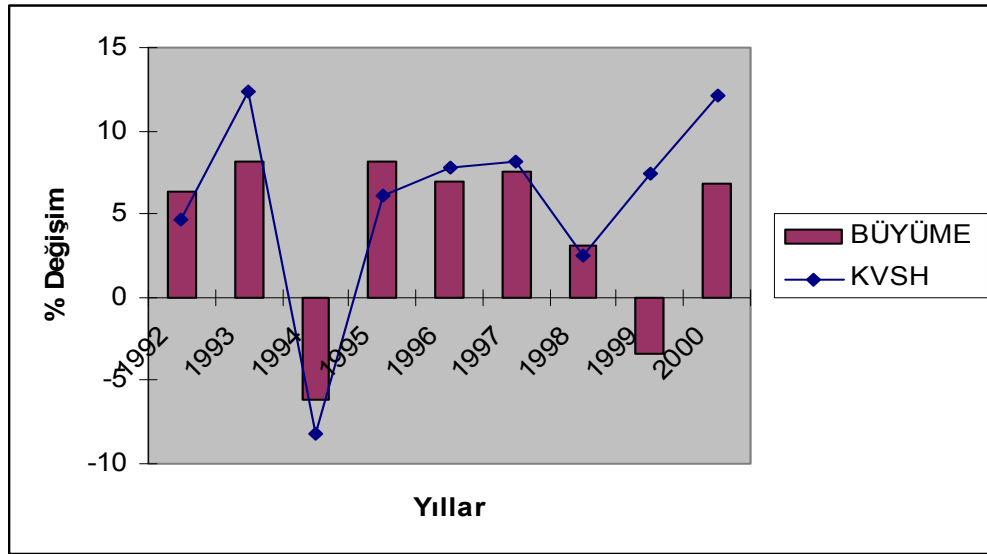
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu – Uluslar arası Ekonomik Göstergeler

Yukarıda ki tabloya bakıldığında büyüme oranlarında istikrarsızlık görülmektedir.

1989 sonrası dönemde Türkiye’ ye yönelik sermaye akımlarının gelişimi incelendiğinde sermaye hareketlerinin sayısal olarak arttığı ve özellikle geliştirilen yeni uygulamalarla kısa vadeli sermaye hareketlerinin toplam sermaye içinde payının yükseldiği görülmüştür.

Türkiye’ ye giren kısa vadeli sermaye hareketleri ile büyüme arasındaki ilişki incelendiğinde sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde büyümenin arttığı ve sermaye çıkışları döneminde ise büyümenin azaldığı görülmüştür.

Şekil 3.1. Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Büyüme (1992-2000)

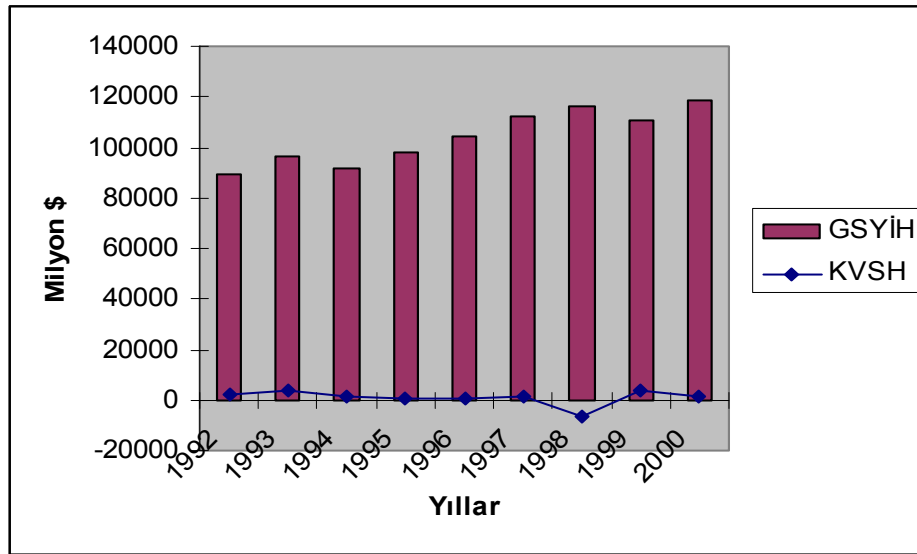


Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi Analitik Sunum (1992-2000), Türkiye İstatistik Kurumu Uluslararası Ekonomik Göstergeler

Yukarıdaki grafik incelendiğinde Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinin 1994, 1998 ve 2000'li yılları dışında çok önemli düşüşlerin olmadığı söylenebilir. Ülke ekonomilerine giren kısa vadeli sermaye, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde borçların finansmanı amacıyla kullanılmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin likidite özelliği ve geri dönüş hızı yüksektir. Dolayısıyla bu türdeki likit fonlar ülke politikalarındaki değişimlere karşı çok hassastırlar. Kısa vadeli sermaye hareketlerine yapılan yatırımlar, ülke parasının değer kazanmasına neden olmakta buda dış ticaret dengesini bozarak, cari açıkları olumsuz etkilemektedir. Olumsuz etkilenen cari dengede ülkede ekonomik krizi tetiklemektedir.

Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbestleştiği dönemde var olan makro ekonomik dengesizlikler giderilememiş ve giderek büyümüştür. En önemli dengesizlik unsuru olan kamu kesimi açıkları, iç borç stokunu artırmış bu durum ise yeterinde derinleşmemiş mali piyasalar üzerinde baskı yaratarak faiz oranını yükseltmiştir. Yüksek faizlerden yararlanmak isteyen kısa vadeli sermaye girişlerinde artışlar olmuş buda yurt içi mali piyasaları bir anlamda rahatlatmıştır. Ancak varolan makro ekonomik dengesizlik ortamında yabancı aktörlerin bekleyişlerinin kötüleşmesi kısa vadeli sermaye hareketlerinde önemli çıkışlara neden olmuştur (Şimşek, 2007, 39). Kısa vadeli sermaye ülkeden çıkarken ülkenin büyüme rakamlarını da onu takip etmiş ve gerilemiştir. Aynı şekilde 2000 yılı Kasım ayında yaşanan kriz de kısa vadeli sermaye hareketlerinde düşüş gözlenmektedir.

Şekil 3.2. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla – Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (1992-2000)



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Şekil 3.2. de kısa vadeli sermaye hareketlerinin gayri safi yurt içi hasıla ile etkileşimi görülmektedir. Ekonomik ve politik istikrarsızlık yaşandığı yıllar sermaye hareketlerinde çıkış yaşanmıştır. Nitekim 1994 yılında yaşanan krizle çıkan sermaye hareketi ülke ekonomisini % 6,1 oranında geriletmiştir. 1993 yılında 180 milyar dolar olan gayrisafi yurt içi hasıla 1994 yılında 130 milyar dolara düşmüştür.

Şekil 3.2.' ye göre 1993 yılında ülkemize giren kısa vadeli sermaye 4 milyar dolar iken 1994 yılında bu rakam yaklaşık 1 milyar dolara inmiştir. Aynı yıl Türkiye'nin milli gelir rakamlarında da azalma olmuştur.

1998 yılında bazı Asya ülkelerinde ve Rusya'da yaşanan ekonomik krizin etkisiyle yatırımcılar tedirgin olmuş ve ülkeden 6 milyar dolar civarında sermaye çıkışı gerçekleşmiştir.

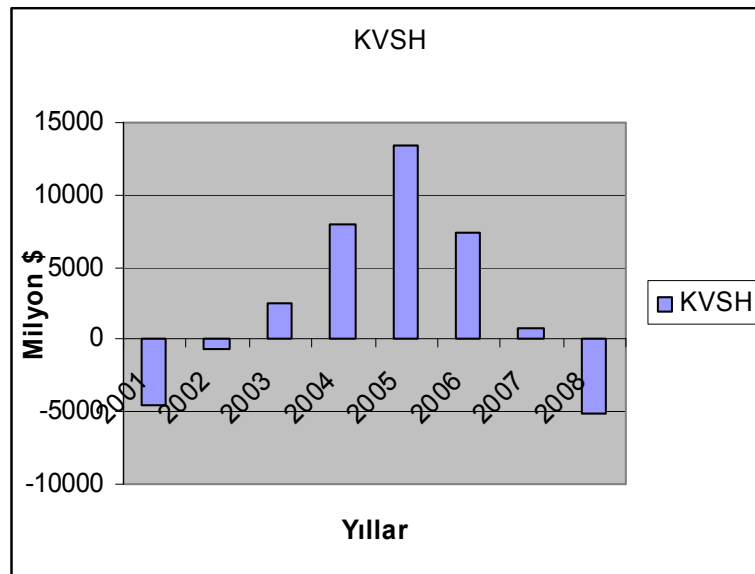
Sermaye girişlerindeki artışa paralel olarak büyüme oranlarında da artış meydana gelmiştir. Aynı şekilde sermaye çıkışının yaşandığı 1994, 1998 ve 2000 yıllarında büyümede de bu çıkışları takiben azalmalar görülmüştür.

3.3.2. 2001-2008 Yılları Arasındaki Sermaye Hareketleri ve Büyüme

Türkiye, Kasım 2000 de yaşanan ağır ekonomik krizin etkisinden henüz kurtulamamışken Şubat 2001'de cumhurbaşkanı ile başbakan arasında tartışma yaşanmış, Türkiye'ye karşı spekülasyon saldırıları başlamış ve kriz patlak vermiştir. Krizin ilk günlerinde 4,9 milyar \$ lık

kısa vadeli sermaye yurtdışına çıkmıştır. Dövizle olan talep borsayı olumsuz etkilerken bankalararası gecelik faiz oranları % 7000 gibi çok yüksek değerlere ulaşmış ve ülkenin ekonomik büyüme rakamı % 5,7 lere gerilemiştir. Türkiye Şubat 2001'den sonra yeni bir istikrar programı uygulamaya başlamıştır. Bu tarihinden itibaren, kurlar piyasa şartlarında belirlenmek üzere dalgalanmaya bırakılmış ve çıpa olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılmaya başlanmıştır. Uygulanan bu yeni program ile 2002 yılının başından 2005 yılının sonuna kadar 234 milyar dolar olan milli gelir 484 milyar dolara çıkmıştır.

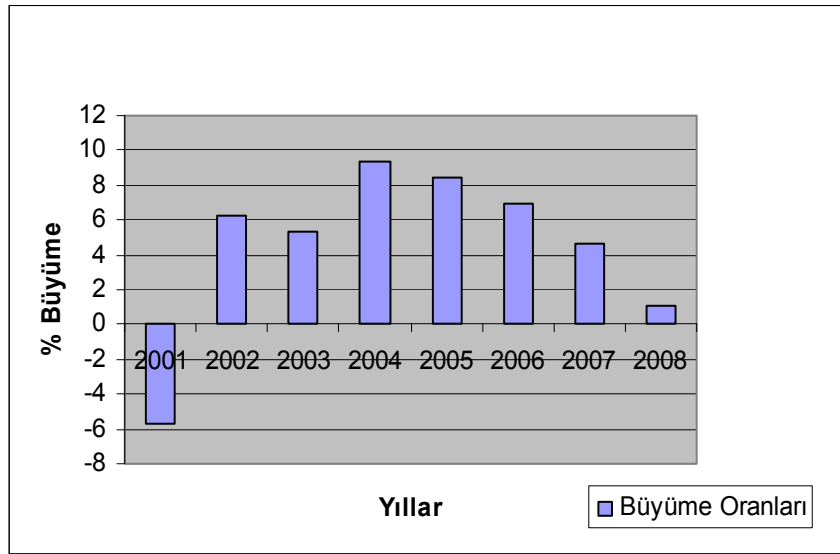
Şekil 3.3. Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (2001-2008)



Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi Analitik Sunum (2001-2008)

2002 yılında 593 milyon kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanırken 2005 yılının sonunda 13,5 milyar dolar kısa vadeli sermaye girişi olmuştur. Sermaye hareketlerindeki bu yüksek sıçrayış 2006 yılında yavaşlamış ve 7,6 milyar dolarlık giriş olmuştur. Bu azalış 2007 ve 2008 yıllarında da devam etmiştir ve dünya ekonomisinde yaşanan olumsuzluklar, 2008 yılında Türkiye’den 5 milyar \$ sermaye çıkışına neden olmuştur. Sermaye hareketlerinde ki bu azalış büyüme rakamlarında da görülmüştür. 2004 yılında % 9,4 olan büyüme 2005 yılında azalmaya başlamış ve 2008 yılında % 1,1 olarak gerçekleşmiştir.

Şekil 3.4. GSYİH Büyüme Rakamları (%)
(2001-2008)



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu Uluslararası Ekonomik Göstergeler

Bu konu ile ilgili olarak literatürde yapılmış olan çalışmalara baktığımızda aşağıdaki sonuçlara ulaşmaktayız:

Rodrik ve Velasco 1999 yılında yapmış oldukları çalışmasında, kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomilerin büyümeleri üzerinde olumsuz etkiler yaptığını belirtmişlerdir.

Göksu 2005 yılında yapmış olduğu analizde kısa vadeli sermaye ile ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye girişleri ile ekonomide büyüme gerçekleşmekte ancak en küçük bir spekülasyonda yabancı sermaye çıkışı başlamakta bu da ekonomide daralmaya ve önlenemezse krize yol açmaktadır. Bu nedenle kısa vadeli yabancı sermaye giriş ve çıkışlarını kontrol altına almak için gerekli yasal düzenlemelerin yapılması, bundan da önemlisi doğrudan yatırımları ülkemize çekebilecek düzenlemelerin yapılarak yabancı yatırımcıların Türkiye’de uzun vadeli yatırımlar yapmasını sağlamak suretiyle ekonomimizin sağlam temeller üzerine oturtulması gerektiğini söylemektedir.

Örnek ise Türkiye üzerine yapmış olduğu çalışmanın sonuçlarını şu şekilde değerlendirmiş. Kısa vadeli sermaye hareketleri yüksek olan Türkiye’nin spekülasyon ataklarına maruz kalma riski ihtimali yükselmektedir. Bu gelişmeler Türkiye’nin hem kırılganlık düzeyini arttırmakta hem de döviz kurlarının aşırı değerlenmesine neden olmaktadır. Bu

durum ise ülkede yaşanacak iç veya dış şoklar karşısında makroekonomik dengelerin hızla bozulmasına ve ekonomik kriz riskinin giderek artmasına neden olacaktır. Bu sebeple, ciddi boyutta cari açık problemi yaşayan Türkiye'nin hızlı bir şekilde yurtiçi tasarruflarını arttıracak tedbirler alması, yatırımlarını ağırlıklı olarak, yurtiçi tasarruflarına bağlı olarak gerçekleştirmesi ve ülkede kalıcı olan doğrudan yatırım miktarını arttırması gerekmektedir. Aynı zamanda, ekonomik kırılganlığı arttırması nedeniyle de, kısa vadeli sermaye girişlerinin kontrol altına alınması ülkeyi daha istikrarlı ve sürdürülebilir bir ekonomik büyümeye götürecektir.

Şimşek 2007 yılında Türkiye üzerine yapmış olduğu çalışmasında kısa vadeli sermaye hareketlerinde giriş yaşanan yıllarda Türkiye ekonomisinin büyüme kaydettiğini, dış ticaret açığı verdiğini ve döviz kurunun değer kazandığı sonucuna ulaşmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde çıkış yaşanan yıllarda ise 1994, 1998 ve 2001 yıllarında büyüme negatif etkilenmiş, dış ticaret açığı küçülmüş, döviz kuru ise değer kaybetmiştir.

2007 yılında Yapraklı'nın 1990-2006 yıllarını kapsayan çalışmasında ekonomik kriz dönemlerine kısa vadeli sermaye hareketleri ile büyüme arasında ki ilişkiyi etkileyebileceğini ortaya koymuş ve yüksek sermaye çıkışlarının yaşandığı kriz dönemlerinde ekonomik büyüme oranının da düştüğüne işaret etmiştir

Türkiye 1990'lı yıllarda hızlanan finansal serbestleşme ile çektiği sermaye sıkıntısını kısa vadeli fonlarla kapatmaya çalışmıştır. Bu fonlar verimli yatırım alanlarına kanalize edildiği sürece ekonomi üzerine olumlu etkiler yaratmıştır. Kısa vadeli sermaye akımların da artış yaşandığı yıllarda büyüme de artmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin kırılgan yapısından dolayı ülkede yaşanan en ufak bir tedirginlik anında ülkeyi terk etmiştir. Bu sermaye çıkışları ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemiş ve finansal krizlere neden olmuştur (1994, 2000 ve 2001 Krizleri).

SONUÇ

Türkiye 1980 yılına kadar ithalata dayalı sanayileşme stratejisiyle kapalı bir ekonomi politikası izlemiştir. 24 Ocak 1980' de alınan kararlar ile ihracata dayalı sanayileşme stratejisine geçilmiştir. Bu amaçla dış ticaret ve finansal alanlarda liberalizasyon başlamıştır. Uluslararası ticaretin serbestleşmesi ile dış açıklar oluşmuş ve yabancı kaynak ihtiyacı artmıştır. 1989 yılında tamamlanan konvertibiliteden sonra bu açıklar yabancı sermaye ile karşılanmaya çalışılmıştır. Finansal liberalizasyonun etkileri özellikle 1990'lı yılların başında hissedilmeye başlanmış ve daha sonra ekonominin tüm alanlarında son derece önemli etkileri olmuştur. Ülkeye yabancı sermaye girişleri olduğu dönemde yüksek oranlı büyüme, sermaye çıkışlarının olduğu dönemde ise ekonomik daralmalar yaşanmıştır. Böylece sermaye hareketleri ekonomide dalgalanmalara neden olmuştur. Uluslararası sermaye hareketlerini doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları olarak incelediğimizde gelişmekte olan ülkelerin özellikle portföy yatırımları açısından daha cazip hale geldiği görülmektedir. Bunun nedeni ise büyümelerinin finansmanı için fona ihtiyaç duyan bu ülkelerin çok yüksek faiz oranları ile bu fonları kendine çekmek istemesidir. Bu nedenle sermaye hareketleri içinde, kısa vadeli sermaye akımlarının ülke ekonomilerindeki payı giderek artmış ve ülke ekonomilerini ne yönde etkilediğinin incelenmesini gerekli kılmıştır. Çoğunlukla ülkelerarasındaki faiz farkının yarattığı arbitraj imkanını değerlendirmek için yer değiştiren kısa vadeli sermaye hareketlerini çeken en önemli faktör yüksek oranlı faizlerdir. Bu anlamda yatırımcıların temel amacı en kısa süre içinde en yüksek getiriyi sağlamaktır. Yüksek faizli gelişmekte olan ülkelere akan yoğun miktardaki sermaye cari açığı artırmakta, piyasaların devalüasyon beklentisi içinde olmalarını neden olmaktadır. Bu da ekonomide tedirginliğe yol açıp, kırılganlığı artırmaktadır. Ülkeyi bir anda terk edebilen kısa vadeli sermaye doğrudan yatırımlara yönelik sermaye girişini de olumsuz etkilemektedir.

Finansal serbestleşme sonrası az gelişmiş ülkelerde GSYİH artışlarının kısa vadeli sermaye hareketlerinin tamamen etkisine girdiğini gösteren birçok çalışma vardır. Dışarıdan fon girerken ekonomiyi büyüten, çıkışta da küçülten bu istikrarsız yapılarda girişimciler de sabit yatırım yapıp GSYİH artışına katkıda bulunmak yerine finansal kazançları tercih etmektedirler. Bu durum sürdürülebilir ekonomik büyüme yerine istikrarsız büyümenin tercih edilmesi anlamını taşımaktadır.

Anlamli bir ekonomik büyüme, sabit sermaye yatırımlarının ve net ihracatın GSYİH artışına daha büyük ölçüde katkı yapması ile mümkün olabilir. Bunun için yapısal rekabet gücünü arttıracak şekilde dışa açık sektörlerin yatırım oranlarının artırılması gerekmektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanan büyüme ivmesinin sürmesi, bugünkü koşullarda dış kaynak hareketlerinde artışları gerekli kılmaktadır. Türkiye ekonomisinin büyüme süreci kısa vadeli sermaye hareketlerindeki dalgalanmalara bağlıdır.

Çalışmada incelenen finansal krizlerde geniş halk kesimlerinin büyük refah kaybına uğradığı, krizlerin ülke içinde sınırlı kalmayıp bölgesel yayılma gösterdiği görülmektedir. Böylece, az gelişmiş ülkeler için adeta bir kader birliği sözkonusu olmaktadır.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerine bakıldığında 1990'lı yıllarda sermaye akımlarında artış görülmektedir. Özellikle bu fonlar içinde kısa vadeli fonlardaki artış dikkat çekmektedir. Bu artışın en büyük sebebi ise bu ülkelerin ekonomilerinde yaşanan yeni düzenlemeler ile olumlu gelişmelerdir.

Kaynak yetersizliği çeken gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermayeden beklentisi, tasarrufları artırarak büyümenin sağlanmasıdır. Ancak yaşanan deneyimler, makroekonomik göstergeleri bozuk, borçlanma oranları yüksek ve daha çok kısa vadeli sermaye girişlerinin yoğun olarak yaşandığı ülkelerde bu beklentilerin gelişmediği görülmektedir. Çünkü bu ülkelerde sermayenin girişi, döviz kurlarını artırarak, cari işlemler dengesi açık vermektedir. Ülkeye giren kısa vadeli sermaye en ufak bir tedirginlik anında geri çıkmakta ve ülke ekonomisini krize sürükleyerek, istikrarsızlık yaratmaktadır. Dünya üzerindeki gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerde bu etki görülmektedir.

Türkiye ekonomisinde de sermaye hareketleri ile büyüme arasında bir ilişki görülmektedir. Ancak bu sermaye hareketleri içinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin payı büyüktür. Ülkemizde yaşanan 1994, 2000 ve 2001 krizleri öncesinde de sermaye girişleri ile cari açık artmıştır. Böylece devalüasyon beklentisi artmış ve tedirgin olan piyasalarda ani sermaye çıkışları olmuştur. Ülkemizde yaşanan krizlerin oluşumunda da kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkisi görülmektedir.

Türkiye'nin istikrarlı büyüme sağlayabilmesi için, gelişmekte olan ülke olarak, öncelikle doğrudan yatırım kanalı ile sermaye girişini tercih etmesi gerekmekte yada kısa vadeli fonlarını verimli alanlara yatırması gerekmektedir. Doğrudan yatırımlar beraberinde teknoloji, bilgi ve kalifiye eleman getirmekte ve giriş yaptığı ülkede uzun dönemli kalmaktadır.

KAYNAKÇA

Açıköz Ş., “ Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Kontrol Etmede Kullanılabilecek Araçlar”, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı, Afyon, (2008).

Aklan N., “Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı”, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, No. 7, (2002), 35-52.

Aktan C. C., Vural İ. Y., “Başlıca Fonksiyonel Gelir Dağılımı Teorileri ve Bölüşüm Adaleti”, Hak-İş Konfederasyonu Yayınları, Ankara, (2002).

Altunoğlu A.E., Güloğlu B., “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No. 27, (2002), 1-29.

Ateş S., “Yeni İçsel Büyüme Teorileri ve Türkiye Ekonomisinin Büyüme Dinamiklerinin Analizi”, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İktisat Anabilim Dalı, Adana, (1998).

Ateş S., “İçsel Büyüme Modellerinde Fiziksel Sermaye Yatırımlarının Önemi: Uluslararası Verilerle Bir Bakış”, Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, No.1, (1998), 1-28.

Aydın M. K., “Kapitalizm ve Kriz”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, No. 2, (2003), 1-10.

Aytemiz H., “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik İstikrara Etkisi ve Türkiye Örneği”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Maliye Anabilim Dalı, İstanbul, (2007).

Akdiş M., “Globalleşme, Global Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler”, <http://makdis.pamukkale.edu.tr> , (Erişim tarihi: 29.04.2009).

Batiz R., Romer P. M., “International Trade With Endogenous Technological Change”, NBER Working Paper, No. 3594, (1991), 1-47.

Boratav K., “2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”, Mülkiye Dergisi, No. 230, (2001), 207-220.

Coşgun D., “Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisine Etkileri”, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı, Afyonkarahisar, (2006).

Demir O., “Durgun Durum Büyümeden İçsel Büyüme”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, No. 1, (2002), 1-16.

Dinler Z., “İktisada Giriş”, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, (2000).

Esen Ö., “Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Başlıca İktisadi Değişkenler Üzerine Etkisi”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı, Kocaeli, (2008).

Evirgen D., “Arjantin Krizinin Nedenleri, Sonuçları ve Türkiye Karşılaştırması”, Mevzuat Dergisi, No. 77, (2004).

Günay G., “Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Krizlere Etkisi”, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yüksek Lisans Tez, Sermaye Piyasası ve Borsa Bölümü Anabilim Dalı, İstanbul, (2007).

Gürbüz R., “Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri”, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı, Mersin, (2006).

İnandım Ş., “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, (2005).

İnsel A., Sungur N., “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği – 1989:III-1999:IV”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, (2003), <http://www.tek.org.tr> (Erişim tarihi: 05.06.2009).

Kar M., Kara M. A., “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, Dış Ticaret Dergisi, No. 29, (2003), 46-80.

Kara M. A., “Sermaye Hareketlerinin Yatırımlar ve Tasarruflar Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı, Kahramanmaraş, (2002).

Kula F., “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, No.2, (2003), 141-154.

Keskin N., “Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslar arası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İktisat Anabilim Dalı, İzmir, (2008).

Kübalı V., “1994-1995 Meksika Krizi”, Kamu Yönetimi Dünyası Dergisi, No.11, (2000), 1-4.

Küçükaksoy İ., “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Kriz Etkisi: 1990-2004 Yılları Türkiye Uygulaması”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul, (2006).

Lucas R. E., “On The Mechanics Of Economic Development”, Journal of Monetary Economics, No.22, (1988), 3-42.

Mankiw N. G., “Macroeconomics”, Worth Publishers, New York, (1997).

Musullugil A. K., “Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği”, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İktisat Anabilim Dalı, Muğla, (2007).

Öner H., “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Para ve Döviz Piyasaları Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İktisat Bölümü İktisat Teorisi Anabilim Dalı, İstanbul, (2006).

Örnek İ., “Yabancı Sermaye Yatırımlarının Akımlarının Yurtiçi Tasarruflar ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No.2, (2008), 199-207.

Parasız İ., “Büyüme Teorileri”, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, (2003).

Pamuk S., “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri ve Türkiye Örneği”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Maliye Anabilim Dalı, İstanbul, (2006).

Rodrik D., Velasco A., “Short Term Capital Flows”, (1999),
www.nber.org/papers/w7364 - 16k - 1999-09-01 (Erişim tarihi: 12.05.2008).

Seyidoğlu H., “Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Uygulama” Güzem Can Yayınları, İstanbul, (2003).

Solow R. M., “Perspectives On Growth Theory”, The Journal Of Economic Perspectives, No.1, (1994), 45-54,
<http://links.jstor.org/sici?sici=08953309%28199424%298%3A1%3C45%3APOGT%3E2.0.CO%3B2-J>. (Erişim tarihi: 25.01.2009).

Şarkgüneşi A., “Türkiye’ de Yabancı Sermaye Hareketleri ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları”, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı, Zonguldak, (2007).

Şimşek A. R., “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı, Balıkesir, (2007).

Tükel Ö., “Finansal Serbestleşmenin Türkiye’nin Ekonomik Performansı Üzerine Etkileri”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı Uluslararası İktisat Bilim Dalı, İstanbul, (2007).

Tarı R., Kumcu S. F., “Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin Analizi (1983-2003 Dönemi)”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, No.1, (2005), 156-179.

Uçak A., “Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İktisat Anabilim Dalı İktisat Teorisi Bilim Dalı, İstanbul , (2006).

Ünsal E. M., “Makro İktisat”, Turhan Kitabevi, Ankara, (2003).

Vergil H., “Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırım Üzerine Etkileri”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, No.1, (2002), 19-33.

Yapraklı S., “Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonomi ve İstatistik Dergisi, No.5, (2007), 68-89.

Yar F., “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Maliye Anabilim Dalı, İzmir, (2008).

Yeldan E., “Sıcak Para Akımları, Dış Borçlar ve Reel Kur”, (2005), www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan15_9Mar05.pdf. (Erişim tarihi: 25.08.2008).

Yılmaz A., “Küreselleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve İktisadi İstikrar”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Maliye Anabilim Dalı, İstanbul, (2006).

“Dünyada Küreselleşme, Bölgesel Entegrasyonlar ve Türkiye”, Devlet Planlama Teşkilatı Değerlendirme Raporu, (1995).

www.dpt.gov.tr/DocObjects/Download/3338/oik439.pdf. (Erişim tarihi: 26.04.2009).

EKLER**EK 1.Yararlanılan Veriler**

YILLAR	KVSH	GSYİH	BÜYÜMEORANI(%)
1992	2411	159151,1	6,4
1993	3917	179516,9	8,1
1994	1158	129856,6	-6,1
1995	237	169708,3	8,1
1996	570	181497,9	7
1997	1684	189622,4	7,5
1998	-6711	269008,5	3,1
1999	3429	248960,8	-3,4
2000	1022	267208,6	6,8
2001	-4495	196035,7	-5,7
2002	-593	232744,6	6,2
2003	2465	304594,3	5,3
2004	8023	393037,5	9,4
2005	13437	483992	8,4
2006	7373	529931,9	6,9
2007	717	655881,4	4,7
2008	-5046	794228,4	1,1

Kaynak: TCMB Ödemeler Bilançosu Analitik Sunum ve Türkiye İstatistik Kurumu verilerinden Yararlanılarak Oluşturulmuştur. (www.tcmb.gov.tr, www.tuik.gov.tr).

ÖZGEÇMİŞ

Adı ve SOYADI :Dursiye BİLGİ

Doğum Tarihi ve Yeri :10.08.1983

Medeni Durumu :Bekar

Eğitim Durumu

Mezun Olduğu Lise:Alanya Lisesi

Lisans Diploması.....:Erciyes Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü

Yüksek Lisans Diploması...:

Tez Konusu.....: Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Ekonomik
Büyüme Üzerine Etkisi

Yabancı Dil / Diller :İngilizce

İş Deneyimi

Çalıştığı Kurumlar : Yapı Kredi Bankası A.Ş., Bireysel Portföy Yönetmen Yardımcısı
(15.11.2007-18.04.2008)

Adres.....: Güllerpınarı Mah. Eşref Kahvecioğlu Cad. Doğan Apt. No:11
ALANYA/ANTALYA

Tel. no..... : 535 617 55 30