

**ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**ABDULLAH TAKIM**

**YABANCI SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK BÜYÜME  
ÜZERİNE ETKİLERİ  
TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA: 1992–2006**

**DOKTORA TEZİ**

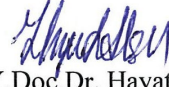
**TEZ YÖNETİCİSİ  
Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU**

**ERZURUM - 2008**

TEZ KABUL TUTANAĞI

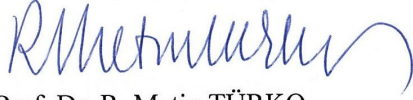
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu alışma, İktisat Anabilim Dalının İktisat Politikası Bilim Dalında jürimiz tarafından Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.



Y.Doç.Dr. Hayati AKSU

Danişman/Jüri Üyesi



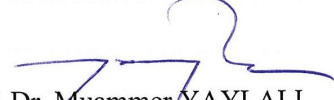
Prof. Dr. R. Metin TÜRKO

Jüri Üyesi



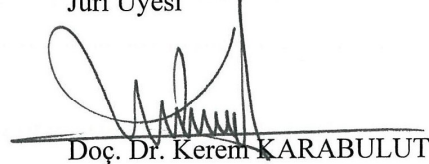
Doç.Dr. Ertuğrul DELİKTAŞ

Jüri Üyesi



Prof. Dr. Muammer YAYLALI

Jüri Üyesi



Doç. Dr. Kerem KARABULUT

Jüri Üyesi

Yukarıdaki imzalar adı geçen öğretim üyelerine aittir. 16 / 05 / 2008

Prof.Dr. Vahdettin BAŐCI

Enstitü Müdürü

**İÇİNDEKİLER**

|  |            |
|--|------------|
| <b>ÖZET</b> .....  | <b>III</b> |
| <b>ABSTRACT</b> .....  | <b>IV</b>  |
| <b>KISALTMALAR</b> .....   | <b>V</b>   |
| <b>TABLolar LİSTESİ</b> .....  | <b>VI</b>  |
| <b>GİRİŞ</b> .....   | <b>1</b>   |
| <b>I. BÖLÜM</b>  |            |
| <b>1. FİNANSAL LIBERALLEŞME VE SERMAYE HAREKETLERİ</b> .....                                       | <b>5</b>   |
| 1.1. Finansal Liberalleşmenin Tanımı, Kapsamı ve Önemi.....  | 5          |
| 1.2. Finansal Liberalleşme Süreci .....  | 8          |
| 1.3. Finansal Liberalleşmenin Ekonomik Etkileri .....  | 10         |
| 1.4. Türkiye’de Finansal Liberalleşme.....   | 16         |
| 1.4.1. 1980 Öncesi dönem .....   | 17         |
| 1.4.2. 1980–1989 Dönemi .....  | 19         |
| 1.4.3. 1989 Sonrası dönem .....  | 20         |
| 1.5. Dış Finansal Liberalleşmenin Yasal Dayanağı:32 Sayılı Karar ve<br>Döneme Ait Yansımalar ..... | .21        |
| <b>II. BÖLÜM</b>   |            |
| <b>2. SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ</b> .....                                      | <b>25</b>  |
| 2.1. Finansal Liberalleşme ve Sermaye Hareketleri .....  | 25         |
| 2.2. Sermaye Hareketlerinin Tanımı, Kapsamı, Önemi ve Çeşitleri .....                              | 29         |
| 2.2.1. Uluslararası sermaye hareketleri .....  | 32         |
| 2.2.1.1. Doğrudan yabancı yatırımlar .....   | 34         |
| 2.2.1.2. Dolaylı yabancı sermaye hareketleri.....  | 35         |
| 2.3. Sıcak Para Hareketleri .....  | 37         |
| 2.4. Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri.....                                  | 43         |
| 2.5. Sermaye Hareketlerinin Diğer Ekonomik Etkileri .....  | 47         |
| 2.5.1. Faiz oranları ve döviz kuruna etkisi .....  | 47         |
| 2.5.2. Bankacılık sektörüne etkileri.....  | 49         |
| 2.5.3. Kamu açıklarına etkisi .....  | 50         |
| 2.5.4. Tüketim harcamalarına etkisi .....  | 51         |

|  |            |
|--|------------|
| 2.5.5. Dış ticaret üzerindeki etkileri .....                           | 52         |
| 2.5.6. Sermaye piyasalarına etkileri .....                             | 54         |
| 2.6. Türkiye’de Yabancı Sermaye Hareketleri .....                      | 57         |
| 2.6.1. Türkiye’de yabancı sermayenin gelişimi .....                    | 57         |
| 2.6.2. Türkiye’de yabancı sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme ..... | 62         |
| 2.6.3. Türkiye’de yabancı sermaye hareketleri ve cari açıklar .....    | 67         |
| 2.7. Sermaye Hareketlerine Getirilen Kısıtlamalar .....                | 73         |
| 2.8. Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Krizler.....                      | 78         |
| 2.8.1. Krizin tanımı ve türleri .....                                  | 79         |
| 2.8.2. Krizlerin nedenleri .....                                       | 82         |
| 2.8.3. Krizlerde öncü göstergeler .....                                | 87         |
| 2.9. Türkiye’de Krizler.....   | 91         |
| 2.9.1. 1994 Ekonomik krizi .....                                       | 93         |
| 2.9.2. 2000–2001 Ekonomik krizi.....                                   | 96         |
| 2.9.3. İkinci bölüm özeti .....  | 102        |
| <b>III. BÖLÜM</b>  |            |
| <b>3. TÜRKİYE’DE SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK BÜYÜME</b>            |            |
| <b>ÜZERİNE ETKİLERİ .....</b>  | <b>104</b> |
| 3.1. Model ve Veri Seti.....   | 104        |
| 3.2. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı .....                               | 105        |
| 3.3. Birim Kök Testi.....  | 106        |
| 3.4. Eşbütünleşme Testi.....   | 107        |
| 3.4.1. ARDL yöntemi ve sınır testi yaklaşımı .....                     | 108        |
| 3.4.2. Ampirik sonuçlar .....  | 110        |
| 3.4.2.1. Doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme .....          | 112        |
| 3.4.2.2. Yabancı portföy yatırımları ve ekonomik büyüme .....          | 116        |
| 3.4.2.3. Diğer yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme .....             | 121        |
| 3.5. Genel Değerlendirme .....   | 124        |
| <b>SONUÇ.....</b>  | <b>127</b> |
| <b>KAYNAKLAR.....</b>  | <b>133</b> |
| <b>ÖZGEÇMİŞ .....</b>  | <b>144</b> |

**ÖZET**

**DOKTORA TEZİ**

**YABANCI SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ  
TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA: 1992-2006**

**Abdullah TAKIM**

**Danışman: Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU**

**2008 – SAYFA: 144**

**Jüri : Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU**

**Prof. Dr. R. Metin TÜRKO**

**Prof. Dr. Muammer YAYLALI**

**Doç. Dr. Ertuğrul DELİKTAŞ**

**Doç. Dr. Kerem KARABULUT**

Finansal küreselleşme ile birlikte ekonomik kalkınmanın finansmanına çözüm arayan birçok ülke, mali sistemlerini liberalleştirerek sermaye hareketlerinin önündeki engelleri ortadan kaldırmışlardır. Bu amaçla ülke içinde faiz oranları serbest bırakılarak, finansal piyasalar üzerindeki kamunun baskısı azaltılmış, dış finansal liberalleşme yoluyla da sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır. Yurt içi finansal piyasaların dış piyasalarla bütünleşme derecesi arttıkça da iç piyasayı düzenlemeye yönelik politika araçlarının etkinliği azalmıştır.

Son yıllarda sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok çalışmada farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Genellikle zaman serileri ile yapılan ampirik çalışmalar sonucunda, yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi hangi yönde etkilediği konusunda fikir birliği oluşmamıştır. Sermaye hareketleri kendi içerisinde bir ayırma tabi tutularak, doğrudan yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi artıracığı savunulurken, portföy yatırımları ve diğer yabancı yatırımların ani dönüşleri ile birlikte ekonomik krizleri bünyesinde barındırdıkları görülmüştür.

Bu çalışmada, 1992:01-2006:04 dönemi içerisinde Türkiye’de yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye olan etkisi analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda yabancı sermaye yatırımları, yurtiçinde özel sektöre verilen kredi hacmini artırarak reel toplam sabit sermaye yatırımlarında artışa neden olurken, ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği şeklindedir. Literatürde yapılan çalışmalara paralel olarak, doğrudan yabancı sermaye hareketleri ekonomik büyümeyi olumlu etkilerken, portföy yatırımları ile ekonomik büyüme arasında kısa ve uzun dönemde pozitif, ancak anlamsız bir ilişki ortaya çıkmıştır. Diğer yabancı yatırımlar ise kısa dönemde ekonomik büyümeyi olumlu, uzun dönemde olumsuz etkilemektedir.

**ABSTRACT**

**PhD. THESIS**

**THE EFFECTS OF FOREIGN CAPITAL INFLOWS ON ECONOMIC GROWTH THE  
TURKEY CASE: 1992-2006**

**Abdullah TAKIM**

**Supervisor: Assist. Prof. Dr. Hayati AKSU**

**2008 – PAGE: 144**

**Jury: Assist. Prof. Dr. Hayati AKSU**

**Prof. Dr. R. Metin TÜRKO**

**Prof. Dr. Muammer YAYLALI**

**Assoc. Prof. Dr. Ertuğrul DELİKTAŞ**

**Assoc. Prof. Dr. Kerem KARABULUT**

Most countries have removed restrictions on foreign capital flows by entegrating their fiscal systems with the world financial markets. For this purpose, it is allowed that the interest rates are determined by market forces. Public pressure related to the financial markets was also lessened and capital movements were released through the financial liberalization. Because it is assumed that foreign capital flows have a positive effect on economic growth.

There exists various studies examining the relationship between capital movements and economic growth in recent years. Some empirical studies based on time series data show that there is no consensus about direction and significance of foreign capital flows on economic growth while some empirical studies indicate that capital movements affect economic growth through the dynamic effects in local markets. On the other hand, the capital movements are also claimed that they are main reasons of economic crises in some countries. Therefore, it seems that the discussions on the capital movements and economic growth still have continued its actuality and importance.

In this study, the effects of capital movements on the Turkish Economy are analysed for the 1992-2006 period. The data used in the study is a quarterly time series data including foreign direct investment, portfolio investment and other investments. The effects of these capital movements on the economic growth are separately estimated using the econometrics methods. The findings of the study show that the foreign direct investments have a positive and statistically significant effect on the economic growth due to increasing effect on the private fixed capital stock. On the other hand, the portfolio investments have a positive but statistically insignificant effect on the economic growth over the study period. The other capital investments positively effect economic growth in the short-run but negatively effect in the long run.

**KISALTMALAR LİSTESİ**

|               |  |
|---------------|--|
| <b>AB</b>     | : Avrupa Birliği                                 |
| <b>ABD</b>    | : Amerika Birleşik Devletleri                    |
| <b>API</b>    | : Açık Piyasa İşlemleri                          |
| <b>BIS</b>    | : Uluslararası Ödemeler Bankası                  |
| <b>DİBS</b>   | : Devlet İç Borçlanma Senetleri                  |
| <b>DPT</b>    | : Devlet Planlama Teşkilatı                      |
| <b>ERM</b>    | : Avrupa Döviz Kuru Mekanizması                  |
| <b>FED</b>    | : Amerikan Merkez Bankası                        |
| <b>GOÜ</b>    | : Gelişmekte Olan Ülkeler                        |
| <b>GSMH</b>   | : Gayri Safi Milli Hasıla                        |
| <b>GSYİH</b>  | : Gayri Safi Yurt İçi Hasıla                     |
| <b>IMF</b>    | : Uluslararası Para Fonu                         |
| <b>İMKB</b>   | : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası              |
| <b>İTO</b>    | : İstanbul Ticaret Odası                         |
| <b>KİT</b>    | : Kamu İktisadi Teşekkülleri                     |
| <b>OECD</b>   | : Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı       |
| <b>PSBR</b>   | : Kamu Kesimi Borçlanma Gereği                   |
| <b>TCMB</b>   | : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası             |
| <b>TEB</b>    | : Türkiye Ekonomi Bankası                        |
| <b>TEFE</b>   | : Toptan Eşya Fiyatları Endeksi                  |
| <b>TPKKHK</b> | : Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun |
| <b>TÜFE</b>   | : Tüketici Fiyatları Endeksi                     |

## TABLOLAR LİSTESİ

### Sayfa No:

|  |     |
|--|-----|
| Tablo 1.1: Seçilmiş Ülkelerde Finansal Liberalizasyon Tarihleri: 1973–1996.....      | 9   |
| Tablo 1.2: Seçilmiş Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Krizler .....               | 15  |
| Tablo 2.3: Türkiye’de Cari Açık ve Dış Ticaret Açığı.....                            | 53  |
| Tablo 2.4: Türkiye’de Yabancı Yatırımların Ortalama Vadesi:1999–2005.....            | 56  |
| Tablo 2.5: Türkiye’de Toplam Yabancı Sermaye Girişleri .....                         | 59  |
| Tablo 2.6: Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının GSYİH’ya Oranı .....            | 64  |
| Tablo 2.7: Ödemeler Bilançosu 1984-2007.....   | 69  |
| Tablo 2.8: Türkiye’de Cari Açığın Yıllara göre Dağılımı.....                         | 71  |
| Tablo 2.9: Gelişmekte olan Ülkelerde Cari Açık/ GSYİH .....                          | 72  |
| Tablo 2.10: Sermaye Hesabı Liberalizasyonu ve Finansal Krizler.....                  | 85  |
| Tablo 2.11: Kriz Dönemi Öncesi Net Sermaye Girişleri .....                           | 95  |
| Tablo 2.12: Kriz Dönemlerinde Temel Makro Göstergeler .....                          | 99  |
| Tablo 2.13: Kriz Öncesi ve Kriz İçinde Sermaye Hareketleri.....                      | 100 |
| Tablo 2.14: 2000-2001 Kriz Öncesi ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri .....        | 100 |
| Tablo 3.15: Birim Kök Testleri.....  | 107 |
| Tablo 3.16: Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Sayısının Belirlenmesi (DDY).....         | 110 |
| Tablo 3.17: Eşbütünleşme Testi (Doğrudan Yabancı Yatırımlar).....                    | 110 |
| Tablo 3.18: Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Sayısının Belirlenmesi (YPY) .....        | 111 |
| Tablo 3.19: Eşbütünleşme Testi (Yabancı Portföy Yatırımları) .....                   | 111 |
| Tablo 3.20: Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Sayısının Belirlenmesi (DYY) .....        | 112 |
| Tablo 3.21: Eşbütünleşme Testi (Diğer Yabancı Yatırımlar).....                       | 112 |
| Tablo 3.22: ARDL(4,4,0,4,2) Model ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları(DDY).....     | 113 |
| Tablo 3.23: ARDL(4,4,0,4,2) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (DDY) .....               | 115 |
| Tablo 3.24: ARDL(4,4,0,4,2) Model ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları(YPY) .....    | 117 |
| Tablo 3.25: ARDL(4,4,0,4,2) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (YPY) .....               | 119 |
| Tablo 3.26: ARDL(4,4,0,4,2) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları-Gölge Değişken (YPY) .... | 120 |
| Tablo 3.27: ARDL(4,4,0,4,2) Model ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları (DYY).....    | 121 |
| Tablo 3.28: ARDL(4,4,0,4,2) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları DYY .....                 | 123 |



## GİRİŞ

Sabit kur sisteminin terk edilip serbest kur sistemine geçilmesi, finansal-mali piyasalarda liberalizasyonu gündeme getirmiş, bu süreç 80’li yıllardan sonra daha hareketli bir ivme kazanmıştır. Finansal piyasaların liberalizasyonu, önce gelişmiş ülkelerde başlamış, daha sonraları farklı seviyelerde olsa da gelişmekte olan ülkeler bu sürece katılmışlardır.<sup>1</sup>

1980’li yıllardan sonra dünya ekonomisinin hızlı bir değişim sürecine girmesi ile mali küreselleşme sonucu sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar ortadan kaldırılmıştır. Bütün sanayileşmiş ülkeler kendi finansal piyasalarını liberalleştirirken, gelişmekte olan ülkelerde bu ülkeleri takip etmiştir. Önceleri gelişmiş ülkeler arasındaki sermaye akışı, gelişmekte olan ülkelerin mali sistemlerini libere etmesiyle, yönünü gelişmekte olan ülkelere çevirmiştir. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkeler için finansal liberalleşme bir tercih sorunu olmaktan çıkıp, çoğu gelişmekte olan ülke için zorunluluk haline gelmiştir. Kalkınmalarının finansmanına çözüm arayan birçok gelişmekte olan ülkenin dış finansmana başvurularının nedenleri ise, yetersiz iç tasarruflar, ara malları ithalatının finansmanı, dış ticaret ve ödemeler bilançosu açıklarını finanse edecek öz kaynakların yetersizliği, kamu açıkları, dış borçların ödenmesi, yurt içinden kaynak tedarik etmenin yurt dışı piyasalara göre daha fazla maliyetli ve sınırlı olmasıdır. Bir kısım ülkeler bu amacı gerçekleştirmede başarılı olurken, diğer ülkelerde sermaye hareketlerinin, öngörülmeven ekonomik krizlere neden olduğu iddiasıyla birçok tartışmayı da beraberinde getirmiştir.

Sermaye girişleri ile ekonomik krizlerin eş zamanlı veya kısa süreli bir gecikmeden sonra biri birini takip etmesi, sermaye akımları ile ekonomik kriz ilişkisini inceleyen birçok çalışmanın konusu olmuştur. Bu yüzden gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerini serbest bırakmaları sıkça tartışılan bir konudur. Bu tartışmalar günümüzde halen devam edip, bundan sonra da devam edeceğe benzemektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de temel sorun kalkınmayı finanse edecek kaynakların yeterli olmamasıdır. Yerel tasarruflar ülke kalkınmasını finanse edemeyince, uluslararası finansal sistem vasıtasıyla yurt dışı tasarrufların kullanımı zorunluluk haline gelmektedir. Bu bağlamda tasarrufların artırılması, yurt dışından sermaye girişinin sağlanması ve fon akışının sürdürülmesi amacıyla bir dizi düzenlemeler yapılmıştır.

Türkiye’de Cumhuriyetin ilk yılları hariç olmak üzere 1930’lardan 1980 yılına kadar sıkı bir kambiyo politikası izlenmiştir. Büyük krizin ardından yabancı paraya ilişkin

---

<sup>1</sup> Ali Alp, Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye, IMKB Yayınları, Aralık, 2002, İstanbul, s.87

düzenlemeler yapmak üzere 1930 yılında, halen yürürlükte olan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanunu (TPKKHK) çıkarılmıştır. Bu düzenleme ile dövizli kazançların yurda getirilmesi zorunlu kılınp, bu dövizlerin ihtiyacı olanlara tahsisi, ilgili merciler tarafından yapılması ve dövizin yurt içinde kullanımına sınırlamalar getirilmiştir. Böyle olmasına rağmen günümüze kadar farklı dönemlerde ortaya çıkan döviz kıtlığına kalıcı çözüm bulunamamıştır.

Türkiye’de 1980’li yıllardan itibaren ekonominin dışa açılmasının sonuçlarının gereği olarak dövize ilişkin kısıtlamalar kaldırılmıştır. 1989 yılında çıkarılan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. Anılan tarihten sonra Türkiye’deki kambiyo mevzuatının temelini Merkez Bankası genelgesi ile birlikte, 32 sayılı karar ve bu karara ilişkin tebliğler oluşturmaktadır.

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermaye hareketlerinde belirgin bir artış görülmektedir. Ancak söz konusu yabancı sermaye akımlarının, gittiği ülkede ekonomik büyümeyi hangi yönde etkilediği konusunda literatürde bir fikir birliği oluşmamıştır. Yapılan teorik ve ampirik çalışmalar, bu tür akımların bazı ülkelerde ulusal piyasalardaki dinamiklerin etkisiyle ekonomik büyümeyi artırırken, başka ülkelerde de ekonomik krizlerin nedenleri arasında gösterildiğini ortaya koymaktadır.

Sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini araştıran çalışmaların bir kısmı, sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisini savunurken, diğer bir kısım çalışmalar ekonomik büyüme ile sermaye hareketleri arasında negatif ilişkinin olduğunu ortaya koymaktadırlar. Diğer bazı çalışmalar ise, gerçekte bu iki değişken arasında her hangi bir bağın olmadığını ileri sürmektedirler.

Yabancı sermaye hareketleri başta ekonomik büyüme olmak üzere enflasyon, döviz kuru, yatırımlar, kredi hacmi, firmalar, bankacılık kesimine ve oradan da genel ekonomiye olan etkileri dikkate alındığında denetleyici ve düzenleyici önlemlerin alınmadığı ekonomilerde istikrarsızlığa yol açabilmektedir.

Sermaye hareketlerine getirilen doğrudan kısıtlama önerileri iki şekilde gerçekleşmektedir. Bunlar, kantitatif kısıtlamalar ve vergi nitelikli kontrollerdir. Kantitatif kısıtlamalarda yurt dışından fon girişi ve yurt dışına fon çıkışları yasaklanmaktadır. Kantitatif kısıtlamalar genellikle ani sermaye çıkışlarında döviz kurundaki dalgalanmanın önüne geçmek amacıyla kullanılmaktadır. Vergi tabanlı kontroller ise sınır ötesi sermaye

hareketlerinin maliyetini yükselterek sermaye hareketlerinin kısıtlanmasına yönelik önlemleri kapsar.

Vergi tabanlı kontrollerden, uluslar arası iktisat literatüründe en çok tartışılan kontrollerin başında Tobin Vergisi gelmektedir. Spekülatif amaçlı uluslar arası dövizli akımların vergilendirilmesi konusunda ortaya atılan bu vergi, mevcut konjonktürün etkisiyle döneminde çok rağbet görmemiştir. Ancak 1990 yılından sonra ortaya çıkan krizlerde spekülatif amaçlı yabancı sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerine herkes inanmaya başlayınca, son dönemde bu vergi uluslar arası mali kuruluşlar da dahil, ekonomik ve mali çevrelerde tartışılmaya başlanmıştır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde finansal liberalleşmenin tanımı, liberalleşme süreci ve finansal liberalleşmenin ekonomik etkileri ele alınmaktadır. Yine konu ile ilgili literatürde yapılan ampirik ve teorik çalışmalar kapsamında farklı ülkelerin finansal liberalizasyona katılma zamanları ile söz konusu ülkelerdeki sonuçları ortaya konulmaktadır. Daha sonra Türkiye’de sermaye hareketlerinin yasal altyapısını oluşturan kambiyo mevzuatı konusunda geçmiş dönemlerle ilgili uygulamalar ele alınmakta, finansal liberalleşmenin uygulamaya başladığı 1980 sonrası dönemdeki etkileri tartışılmakta, halen geçerli olan ve 1989 yılında çıkarılan 32 sayılı kararlar sermaye hareketlerini serbestleştiren dış finansal liberalleşmenin Türkiye ekonomisine etkileri açıklanmaktadır.

İkinci bölümde, önce sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri tartışılmaktadır. Özellikle konuyla birinci derecede ilgili olması bakımından sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri ayrıntılı bir biçimde ele alınmaktadır. Daha sonra Türkiye’ye yönelik sermaye hareketleri incelenmektedir. İzleyen kısımlarda ise çalışmamızın temel amacı olan Türkiye’de sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme ile ilişkisi açıklanmaktadır. Yine bu bölümde sermaye hareketlerindeki artış nedenleri ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri tartışılmaktadır. Bölümün sonunda ise Türkiye’de yabancı sermaye hareketlerinin krizler üzerindeki etkileri irdelenmektedir. Bu bağlamda önce finansal krizleri açıklayan teoriler ve kriz türleri kısaca ele alınmakta, daha sonra 1994–2001 krizlerini de dikkate alarak sermaye hareketleri ile ilişkilendirilen krizlerin öncü göstergeleri açıklanmaktadır.

Çalışmaya ait ekonometrik analizlerinin yapıldığı üçüncü bölümde ise, çalışmanın temel amacını oluşturan yabancı sermaye yatırımlarının kısa ve uzun dönemde ekonomik büyüme üzerindeki etkileri araştırılmaktadır. Ekonomik büyümenin ölçüsü olarak GSYİH değerleri modele dahil edilmiştir. Çalışmada yabancı sermayenin bileşimini oluşturan doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yabancı yatırımların yıllar itibariyle GSYİH değerlerini nasıl etkilediği ortaya konulmaktadır.

Çalışmada, Hazine Müsteşarlığı, Türkiye İstatistik Kurumu ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) 1992:01–2006:04 dönemini kapsayan üç aylık veriler kullanılarak kurulan modelde, sermaye akımlarının büyüme üzerindeki etkileri ele alınmaktadır.

Ekonometrik analiz üç aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşamada modelde kullanılan değişkenler tanıtılmıştır. İkinci aşamada değişkenlerin durağanlığını test etmek amacıyla birim kök testi uygulanmıştır. Daha sonra değişkenlerin zaman içerisinde birlikte hareket edip etmediğini anlayabilmek için eşbütünleşme ilişkisi ortaya konulmaktadır. Üçüncü aşamada ise değişkenler arasında uzun ve kısa dönem ilişkinin incelenmesi amacıyla ARDL (Autoregressive Distribution Lag) modeli vasıtasıyla uzun ve kısa dönem katsayıları hesaplanarak, istatistiki sonuçların ekonomik yönden ne anlama geldiği açıklanmaktadır.

## I. BÖLÜM

### 1. FİNANSAL LİBERALLEŞME VE SERMAYE HAREKETLERİ

#### 1.1. Finansal Liberalleşmenin Tanımı, Kapsamı ve Önemi

Finansal-Mali liberalizasyon; dar anlamda mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıdır. Geniş anlamda ise, döviz kontrollerinin azaltılması veya kaldırılması, yabancı mali kuruluşların ulusal mali sisteme girişlerini engelleyen uygulamaların azaltılması, yurt içindeki yerleşiklerin yabancı finansal piyasalara katılmasının önünün açılması ve mali piyasalardaki işlemlerden alınan vergilerin azaltılmasını ifade eder.

Finansal Liberalleşme iki aşamada gerçekleştirilir. Birinci aşamada kamu otoritelerinin denetim ve baskısı altında olan mali piyasalar ülke içinde serbestleştirilmektedir. Böylece faiz oranlarının serbestçe belirlenmesi ile tasarruflar artacak ve kaynak tahsisinde etkinlik sağlanacaktır. Finansal serbestleşmenin ikinci aşaması ise serbestleşmenin uluslar arası alana taşınmasıdır. Bu tür serbestleşme uygulamada, ödemeler bilançosu sermaye hesabının libere edilmesinin yanı sıra ülkedeki yerleşiklerin dövizli işlem yapabilmelerine imkan vermektedir.<sup>2</sup> Bunlardan birincisi, iç finansal liberalleşme, ikincisi ise dış finansal liberalleşme olarak bilinir.

Finansal liberalizasyon; genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal kaynaklarını kendi ülkelerine çekebilmek için bankacılık sistemi ve finansal sistem üzerindeki denetim ve kısıtlamaların kaldırdığı ya da önemli ölçüde azalttığı, deregülasyon<sup>3</sup> uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir.<sup>4</sup> Mali piyasalarda yaşanan liberalizasyon ve deregülasyon piyasalarda etkinliğin artmasına, sermaye maliyetlerinin azalmasına ve fon çeşitlendirmesine imkân sağlamakla birlikte, fiyat dalgalanmaları, risklerin yükselmesi, para politikası etkinliklerinin azalması ve ödemeler dengesi sorunları gibi bir takım riskleri de birlikte getirmektedir.<sup>5</sup>

<sup>2</sup> Nurdan Aslan, Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri, Türkmen Kitabevi, 2.Baskı, 1997, s.11

<sup>3</sup> Finans literatüründe sıkça kullanılan bir kavram olup, regülasyon (düzenleme) kurallarının gevşemesi, daha az sınırlamalar içermesi, bazı durumlarda ilgili makroekonomik göstergenin düzenlemeden arındırılması anlamına gelir, John Williamson-Molly Mahar, Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme, Çeviren Güven Delice, Liberte Yayınları, İstanbul, 2002, s.6

<sup>4</sup>.Serap Durusoy, FinansalLiberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri, DTMDergisi, <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>.(E.T:20.10.2005)

<sup>5</sup> Alp, s.60-61.

Yaşanan finansal liberalleşme ve sermaye piyasalarındaki küreselleşme ile birlikte gerek yatırımcı, gerekse fon kullanıcılar sadece yerel piyasalardan değil, uluslararası piyasalardan da fon arz ve talep etmektedirler. Dolayısıyla mali işlemlerin eskisine göre küresel ölçekli bir nitelik kazandığı söylenebilir.<sup>6</sup>

1970'li yılların başlarında Bretton Woods sisteminin çökmesiyle başlayan liberalizasyon hareketleri mali piyasaların uluslararasılaşmasını ve işlem hacminin yüksek seviyelere ulaşmasını sağlamış, katılımcıların ve fon tutarlarının artmasıyla sermaye maliyetlerini azaltmakla birlikte, birçok riski de beraberinde getirmiştir.<sup>7</sup>

Teorik temelleri Stanford Okulunun tanınmış iktisatçılarından Mc Kinnon ve Shaw'ın çalışmalarına dayanan finansal liberalizasyon teorisi Neoklasik finans teorisinin gelişmekte olan ülkelere uyarlanmış versiyonudur.<sup>8</sup>

McKinnon ve Shaw, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal baskı politikalarının, faiz oranları ve döviz kurları gibi finansal fiyatları bozduğunu; finansal olmayan varlıklarla karşılaştırıldığında finansal sistemin reel büyüklüğünü ve ekonominin büyüme hızını düşürdüğünü söylemektedir.<sup>9</sup> Dolayısıyla teoriye göre, finansal baskının ortadan kaldırılması ve finansal derinleşmenin sağlanmasıyla etkin kaynak dağılımı sağlanmakta ve ekonomik gelişme hızlanmaktadır.<sup>10</sup> İktisadi terminolojide belirli limitler dâhilinde serbest bir finansal sistem, baskı altında tutulan bir sistemden daha yararlı olacağı kanaatinin oluştuğu söylenebilir. Bu çıkarımın etkisi ile ABD dışında gelişmiş ülkelerin çoğu, 1970'li yıllarda uygulanan müdahaleci politikaları bırakarak, bu dönemin sonunda Avrupa Birliği de dâhil diğer serbest piyasa ekonomilerinde müdahaleci politikalarından vazgeçildiği gözlemlenmiştir.<sup>11</sup>

<sup>6</sup> Halil Seyidoğlu, Uluslararası Finans, İstanbul, 2001, s.1

<sup>7</sup> Alp, Age, s.211

<sup>8</sup> McKinnon L Ronald, Money and Capital in Economic Development, Washington, D.C, Brookings Institution, 1973 ve Shaw, Edward S, Financial Deepening in Economic Development, New York, Oxford University Press, 1973'den John Williamson-Molly Mahar, Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme, Çeviren: Güven Delice, Liberte Yayınları, İstanbul, 2002, s.8

<sup>9</sup> Uğur Emek, Finansal Piyasalardaki Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri, Rekabet Dergisi, Türkiye Rekabet Kurumu Yayınları, Sayı, 3, Temmuz-Ağustos-Eylül, 2000, s.67

<sup>10</sup> Williamson ve Mahar, Age, s.8

<sup>11</sup> Williamson ve Mahar, Age, s.10

Haslak ve Koo, 1960–1989 yılları arasında 119 ülke için, Roubini ve Martin, 1960–1985 yılları arasında 98 ülkeyi kapsayan çalışmalarında McKinnon-Shaw’ın iddida ettiği gibi finansal baskı politikalarının büyüme hızını düşürdüğünü tespit etmişlerdir.<sup>12</sup>

Finansal liberalizasyon teorisi, yüksek faiz oranlarının tasarruf arz ve talebini eşitleyeceği ve ekonomik büyüme için gerekli olan tasarruf arzının artacağını savunur. Bu yüzden teori ekonomik büyüme ve kalkınma için finansal liberalizasyona gidilmesi gerektiği düşüncesine dayanır.<sup>13</sup> McKinnon-Shaw’ın finansal baskı altındaki ekonomiler için politika önermesi ise faiz oranlarının artırılması yoluyla tasarruf hacmini artıracığı düşüncesidir. Oysa Taylor, McKinnon-Shaw önerisinin aksine faiz oranlarındaki artışın ekonomide daralmaya neden olacağını iddia etmektedir.

Finansal Liberalleşmeyi savunanlara göre, faiz oranlarının serbest bırakılması tasarrufları artırır. Dolayısıyla fon arz edenler fonlarını finansal varlık şeklinde tutmaya başlarlar. Finansal aktif stokunun artması likidite ihtiyacının azalmasına yol açar ve yatırımlar için gerekli fonların tedarikine yardımcı olur. Faiz oranlarının yükselmesi yatırımcıların yatırım yapma arzularını bir miktar olumsuzla çevirse de ödünç verilebilir fon miktarındaki artış, yatırımları ve oradan da ekonomik büyümeyi artırır.<sup>14</sup>

Neoklasik teori çerçevesinde finansal liberalleşmeyi savunanların temel argümanı, yurt dışı sermaye akımlarının ülkede yatırıma giden fonları artıracığı, iç piyasada rekabeti yükselteceği, piyasalara dinamizm kazandıracığı ve nihayetinde ekonomik büyümeyi teşvik edeceği düşüncesidir.

Neoklasik teori, yurtiçi tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yurtiçi yatırımlar için önemli bir kaynak oluşturacağını kabul etmektedir. Yurtdışı tasarruflar da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi yoluyla ekonomiye kazandırılacaktır. Bu tasarrufları çekmek isteyen ülkeler faiz oranlarını yükseltecek, arbitraj işlemleri sonucu bu süreç her iki ülkede faiz farkı sıfır oluncaya kadar devam edecektir.<sup>15</sup>

<sup>12</sup>Haslak H.Joseph, Koo Jahyeong, Financial Repression, Financial Liberalization and Economic Growth, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper 1999”ve “N.Roubini, X Salai-Martin, Financial Repression and Economic Growth, Journal of Development Economics, s.5-30, 1992’den Emek, Aqm, s.80.

<sup>13</sup> Erişah Arıcan, Gelişmekte olan Ülkelerde İstikrar Politikaları:Türkiye, Derin Yayınları, İstanbul, 2002, s.109.

<sup>14</sup>Bülent Güloğlu, A.Ender Altunoğlu, Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler, www.econturk.org/Turkiye Ekonomisi/Finvekriz1.pdf.(E.T:22.08.2006)

<sup>15</sup> Yakup Kepenek, Nurhan Yentürk, Türkiye Ekonomisi, Remzi Kitabevi, 18.Baskı, Eylül 2005 Ankara, s.217-218.

## 1.2. Finansal Liberalleşme Süreci

1980'lerden bu yana, küreselleşme süreci bölgesel pazarların birbirleri ile olan bağlarını güçlendirmek ve uluslar arası sisteme entegre olmak için önemli adım attıklarına tanık olmuştur. Bütün sanayileşmiş ülkeler kendi finansal piyasalarını liberalleştirirken, gelişmekte olan ülkelerde bu ülkeleri takip etmiştir.<sup>16</sup>

Küreselleşmenin ticaretin küreselleşmesi, malî küreselleşme, kültürel küreselleşme ve üretimin küreselleşmesi olmak üzere dört ayağı bulunmaktadır. Küresel düzeyde ekonomik krizleri harekete geçiren temel küreselleşme alanı ise malî küreselleşmedir. Malî küreselleşme ulusal finans piyasalarında sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlamalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması, uluslararası sermaye akımlarının artması ve yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması olarak tanımlanabilir.<sup>17</sup>

Mali küreselleşme bir yerde sermaye gibi bir üretim faktörü üzerindeki serbest piyasa koşullarına uluslar arası düzeyde işlerlik kazandırmaktır.<sup>18</sup>

1990'lı yıllarda ortaya çıkan mali küreselleşme gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin aldıkları kararlarla sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaların kaldırılarak ulusal piyasaların uluslararası piyasalarla bütünleşmesi olarak da tanımlanabilir.<sup>19</sup>

Finansal piyasalarda yaşanan küreselleşme olgusu bir taraftan yurt dışı sermaye akımlarının mal akımlarını finanse etme işlevini ortadan kaldırıp, arbitraj fırsatları peşinde koşmaya başlarken, diğer yandan bu sermayenin önemli bir kısmı gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir.<sup>20</sup>

1980'li yıllardan sonra dünya ekonomisinin hızlı bir değişim sürecine girmesiyle, bu sürecin önemli unsurlarından birisi olan sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaların kaldırılması ile birlikte sağlanan fonların bileşimi de değişmiştir. Bu dönemde birçok gelişmekte olan ülke finansal sistemlerini değiştirmeye başlamışlardır. Dönemin belirgin özelliği serbestleşmenin bir tercih sorunu olmaktan çıkıp, çoğu gelişmekte olan ülke için bir zorunluluk haline gelmesidir. 1980'lerden önce bir devletin başka devlete verdiği resmi krediler yerine özel sermaye akımları ikame edilmiştir. Öteden beri kalkınmalarının

<sup>16</sup> Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, TCMB, 2002, s.10

<sup>17</sup> Durusoy, Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri.

<sup>18</sup> Halil Seyidoğlu, "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları Az gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri", Doğu Üniversitesi Dergisi, 2003, s.143.

<sup>19</sup> Seyidoğlu, Aqm, s.142.

<sup>20</sup> Taner Berksoy ve Burak Saltoğlu, Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, İTO Yayınları, İstanbul, 1998, s.13.



finansmanı için çözüm arayan gelişmekte olan ülkeler anılan tarihten sonra mali sistemlerini serbestleştirmeye başlamışlardır.<sup>21</sup>Bu dönemden sonra orta gelirli ülkelere yönelik resmi nitelikli dış kaynak akımları azalma eğilimi gösterirken gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaları azaltarak veya tümüyle ortadan kaldırarak özel nitelikli dış kaynak artışını özendirerek politikalar uygulamaya başlamışlardır. Bu düzenlemeler uluslar arası yatırımcılar için portföy çeşitlendirmesine giden yoldaki engellerin de ortadan kalkmasına neden olmuştur. Yükselen piyasalar (emerging markets)<sup>22</sup> terimi de bu gelişmelerin sonucu olarak ortaya atılmış bir kavramdır.<sup>23</sup>

**Tablo 1.1:** Seçilmiş Ülkelerde Finansal Liberalizasyon Tarihleri: 1973–1996

| <b>ÜLKELER</b>      | <b>Liberalizasyon Tarihleri</b> | <b>Liberalleşmenin Tamamlanma Süreci</b> |
|---------------------|---------------------------------|--|
| <b>Avustralya</b>   | 1980                            | 1986-1996                                |
| <b>Yeni Zelanda</b> | 1984                            | 1985-1996                                |
| <b>Arjantin 2</b>   | 1987                            | 1993-1996                                |
| <b>Şili</b>         | 1978                            | 1985-1996                                |
| <b>Kolombiya</b>    | 1980                            | 1995-1996                                |
| <b>Meksika 2</b>    | 1989                            | 1992-1996                                |
| <b>Peru</b>         | 1991                            | 1993-1996                                |
| <b>Endonezya</b>    | 1983                            | 1989-1996                                |
| <b>Malezya</b>      | 1978                            | 1992-1996                                |
| <b>Tayland</b>      | 1980                            | 1992-1996                                |
| <b>Mısır</b>        | 1991                            | 1992-1996                                |
| <b>İsrail</b>       | 1987                            | 1991-1996                                |
| <b>Türkiye 1</b>    | 1980                            | -  |
| <b>Türkiye 2</b>    | 1988                            | 1990-1996                                |

**Kaynak:** Williamson- Mahar, *Finansal Liberalizasyon Üzerine bir İnceleme*, s.33'den özetlenmiştir.

<sup>21</sup> Mehmet Gençay, *Dünyada Finansal Sektör Konsolidasyonu ve Türkiye Örneği*, T.C Merkez Bankası Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, 2005, s.85

<sup>22</sup>Gelişmekte olan ekonomiler kategorisinde yer alan 30 ülkenin bölgeler itibariyle ayrımı şöyledir: Asya/Pasifik ülkeleri: Çin, Hindistan, Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore, Tayland; Latin Amerika ülkeleri: Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Ekvator, Meksika, Peru, Uruguay; Avrupa ülkeleri: Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Romanya, Rusya, Slovakya, Türkiye; Afrika/Ortadoğu Ülkeleri: Cezayir, Mısır,Fas, Güney Afrika ve Tunus, Oğuz Altun, *Oya Can Mutan, Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türk Ekonomisine Etkileri*, SPK Araştırma Raporu, 2007, s.10

<sup>23</sup>Merih Celasun, *2001Krizi Öncesi ve Sonrası*, s.6  
www.econ.utah.edu/ehaber/erc2002/pdf/i053.pdf.(E.T:10.09.2006)

Yukarıdaki tablo incelendiğinde, dünyadaki ekonomik gelişmelere paralel olarak ilgili ülkelerin eş zamanlı olarak finansal liberalizasyona katıldıkları görülmektedir. Birçoğu gelişmekte olan ülke konumunda olan bu ülkeler, yurtdışı sermaye akımlarını ülkelerine çekebilmek için finansal piyasalarını serbestleştirmişlerdir.

Tabloda ele alınan ülkelerden, Avustralya 1987, Yeni Zelanda 1985 yılına kadar faizler ve krediler üzerindeki kontrolleri kaldırmışlardır. Latin Amerika ülkelerinde ise finansal liberalleşme, diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha hızlı bir biçimde gerçekleşmesine rağmen, reform sürecinin zaman içinde kesintiye uğradığı görülmüştür. Örneğin Şili ve Arjantin’de liberalizasyonun geçmişi 1970’li yıllara kadar gitmesine rağmen, her iki ülkenin 1980’li yıllarda yaşadıkları mali krizler nedeniyle sermaye hareketlerine sınırlama getirmişlerdir. Ancak bu iki ülke, sonraları daha yavaş olmak üzere finansal liberalleşme yolunda önemli düzenlemeler yaparak yoğun sermaye girişi ile karşılaşmışlardır. 1991 yılında finansal sektör reform programını yürürlüğe koyan Mısır ile birlikte, Latin Amerika ülkelerinden Meksika ve Peru da, liberalizasyonun hızlı bir biçimde işlediği ülkeler arasında yer almaktadır. İsrail ile birlikte Endonezya, Malezya ve Tayland’ın liberalleşme sürecine katılmaları ise daha tedrici bir biçimde gerçekleşmiştir.

Tablonun son iki satırında, Türkiye ile ilgili liberalizasyon verileri, daha sonra ayrıntılı olarak açıklanacağı üzere, 1980 yılı fiziki mal akımlarının serbestleştirilmesini, 1988 yılı dış finansal liberalleşmeye geçişi ifade eder. Liberalleşmenin tamamlanma süreci olarak gösterilen 1996 yılı ise Dünya Ticaret Örgütü politikaları ve Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği anlaşması çerçevesinde, dış ticaret rejiminde yapılan köklü değişiklikler serbestleşmenin son aşaması olarak değerlendirilebilir.

### **1.3. Finansal Liberalleşmenin Ekonomik Etkileri**

Finansal Liberalleşme, sermaye gibi bir üretim faktörünün serbest piyasa koşullarına göre hareket etmesini sağlar. Bu durum klasik ekonomi teorisinin de öngördüğü bir değerlendirmedir. Piyasa koşullarına göre gerçekleşecek kaynak tahsisi kıt kaynakların optimuma yönelmesini sağlamaktadır. Uluslararası sermaye, getirisinin düşük olduğu ülkeden yüksek olduğu ülkeye giderek faktör verimliliğinin artmasına buradan da dünya refahının yükselmesini sağlamaktadır.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> Seyidoğlu, Agm, s.143

Ülkelerin finansal liberalleşmeye katılmaları özellikle azgelişmiş ülkeler için faydalı olacağı düşünülmektedir. Bu düşünceye göre, finansal dışa açılma iki yönden faydalıdır. Birincisi, kaynak sıkıntısı çeken ülkelerde dışa açılma sonucunda ülkeye gelen yabancı sermayenin yurt içi yatırımları artıracığıdır. Bu fayda doğrudan etkili bir faydadır. İkinci olarak da, yabancı sermaye “Bilgi Taşıma Etkisi” oluşturup, kaynak dağılımında etkinliği artıracığı ve dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerin ulusal piyasalarını güçlendireceğidir.<sup>25</sup>Gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerine getirilen serbestleşmenin tasarruf açıklarını ve ödemeler bilançosu açıklarını giderme ve finansal sektöre rekabet gücü kazandırarak, yerel finansal pazarların etkin çalışmasını sağlayacağı düşüncesi de vardır.<sup>26</sup>

Finansal serbestleşme, mikro düzeyde yatırımcılar ve yabancı kaynak kullanmak isteyen firmalar açısından da önemli avantaj sağlar. Liberalleşme sayesinde fon arz ve talep edenler iç piyasa sınırlamalarının dışına çıkarak, yurt dışı piyasalara açılmakta, yatırımcılar uygun koşullarda kaynak bulurken, tasarruf sahipleri de tasarruflarını uygun koşullarda değerlendirmektedirler.<sup>27</sup>

Eatwell, finansal serbestleşmeden beklenen faydaları şöyle açıklamaktadır: Tasarruflar ulusal sınırları aşarak daha verimli yatırımlara yönelecek, piyasalarda rekabeti artırarak kredi maliyetlerini düşürecek, uzun dönemde yüksek büyüme ve yatırım imkânlarını artıracak, finansal araçlardaki çeşitlendirme riski azaltacak ve nihayetinde hükümetlerin sağlıklı politikalar izlemesine yardımcı olacaktır. Ancak yazar, çalışmaları sonucunda bu beklentilerin gerçekleşmediği sonucuna varmıştır.<sup>28</sup>

Celasun’a(2002) göre dış finansal serbestleşme kararının arkasında yatan neden, dış kaynak girişini artırarak ekonomiyi canlandırma, kamu harcamalarını finanse etme ve reel ücretleri artırma güdüsüne dayanmaktadır.<sup>29</sup> Bu amaca hizmet etmek üzere dünya genelinde uygulanmaya başlayan finansal liberalleşme politikalarının doğal sonucu olarak sermaye hareketleri üzerindeki kontroller kaldırılmış, sermaye hareketlerinin dünya ölçeğinde yayılmasını sağlamıştır.<sup>30</sup>

<sup>25</sup> Kula, Agm, s.142

<sup>26</sup> S.Uzunoğlu, E.Alkin ve C.Fuat Gürlesel, Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye, IMKB Yayınları, No 6, İstanbul, 1995, s.46.

<sup>27</sup>Seyidoğlu, Agm, s.143

<sup>28</sup>Eatwell, J. International Financial Liberalization.:The Impact on World Development, UNDP Office of Development Studies, Discussion Paper No:12, 1999’ den Yentürk, Finansal Sermaye Hareketlerinin Yatırımlar Üzerindeki Etkileri, s.158

<sup>29</sup>Celasun, Agm, s.1

<sup>30</sup>Şeyda İnandım, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi :Türkiye Örneği, TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Ankara, 2005, s.17

Finansal serbestleşmenin avantajları ile birlikte, bir kısım dezavantajları da vardır. Finansal serbestleşme sürecine katılan gelişmekte olan piyasalar, başlangıçtaki iyi niyetli beklentilerinin aksine bir kısım sorunlarla karşı karşıya kalmışlardır. İlgili ülkelerde görülen serbestleşme mali piyasaların entegrasyonuna pozitif katkı yaparken, bağımsız para, döviz kuru ve faiz politikaları izleyebilme enstrümanlarından yoksun kalmışlardır. Bu paradoksal ilişki, ülkelerin kendi bünyelerine uygun büyüme ve kalkınma hedeflerini sekteye uğratmaktadır.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde sık sık mali krizlerin yaşanması finansal liberalizasyona bağlanmakta ve bunun sonucu olarak da büyük ölçüde işsizlik, yoksulluk ve sefaletin nedeni olarak gösterilmektedir.<sup>31</sup> Finansal piyasaların serbestleştirilmesini bazen finansal krizlerin takip ettiği doğrudur. Fakat aslında sorun serbestleştirilmenin kendisi değil, liberalleşmenin altyapısı oluşturulmadan onu destekleyen oluşumların yokluğudur.<sup>32</sup>

Nitekim sermaye hareketlerinin serbestleşmesini savunan neoklasik yaklaşım dahi sermaye hareketleri karşısında gelişmekte olan ülkelerde liberalizasyon kaynaklı sorunların çıkmaması için önce kamu dengesi ve para piyasası dengesinin sağlanmış olması, dış ticaret açığının kapanması gerektiğini belirtir. Bu görüşe göre, makro ekonomik denge oluşturulmadan ve para politikaları üzerinden kalkacak müdahalenin yerini alacak araçlar ihdas edilmeden finansal serbestleşmeye gitmek hatalı görülmektedir. Bu nedenle, dış finansal serbestlikten önce kamu yatırım ve tüketim harcamalarının kısılması, kamu iktisadi teşekküllerinin özelleştirilmesi, sübvansiyonların kaldırılması ve dış ticaret dengesinin sağlanmış olması gibi bir dizi düzenlemeyi gerekmektedir.<sup>33</sup>

Fry,(1982) finansal liberalizasyona gidilmeden önce aşağıda sayılan koşulların gerçekleşmesi gerektiğini söylemektedir.<sup>34</sup>

Ticari bankaların denetimi, sağlam bir bankacılık yapısı ve muhasebe standartlarının geliştirilmesi,

Ekonomide fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi,

Sürdürülebilir bir kamu borçlanma politikası,

Rekabetçi bankacılık sisteminin varlığı,

<sup>31</sup>Seyidoğlu, Agm, s.143.

<sup>32</sup> Johan Norberg, Küresel Kapitalizmi Savunmak, Liberte Yayınları, İstanbul, 2003, s.286

<sup>33</sup> Durusoy, Agm, s.2

<sup>34</sup>Fry, J.Maxwell, "Models of Financially Repressed Developing Economies, World Development", Vol.10, No:9, 1982, ss.731-750

Finansal aracılık üzerindeki açık veya zımnî ayırıcılık yapmayan vergi sisteminin kurulmasıdır.

Williamson ve Mahar'a göre ise tam bir liberalizasyonun gerçekleşmesi için aşağıda sayacağımız politikaların uygulanması gerekir:<sup>35</sup>

Kredi kontrollerinin kaldırılması ve faiz oranlarının deregülasyonu,

Dar anlamda bankacılık kesimine, geniş anlamda finansal hizmetleri sunan endüstriye giriş serbestliği,

Uluslar arası sermaye hareketlerinin liberalizasyonu.

Hellman, Kevin ve Stiglitz, krizlerle finansal serbestleşme arasındaki ilişkileri açıklayan çalışmalarında, finansal liberalizasyonun piyasalara girişte engelleri azaltmakta, rekabeti artırmaktadır. Piyasaları serbestleştiren ülkeye daha fazla yabancı banka gelmekte, mevduata verilen faizlerdeki kısıtlamalar ya azaltılmakta veya ortadan kaldırılmaktadır. Finansal Serbestleştirme bankacılık sektöründe rekabeti artırarak karı düşürmektedir.<sup>36</sup> Bu durum bankaları türev ürünlere veya tezgah üstü işlemlere (opsiyon, forward, futures, swap işlemleri) yöneltmekte, düzenleyici tedbirler de alınmamaktadır. Bu araçlar piyasa aktörlerine, karşılaştıkları yeni riskleri yönetebilme imkanı vermektedir.

Finansal piyasaların liberalleşmesi sonucu ülkeye giren yabancı sermaye akımları kredi hacminin de artmasına neden olmaktadır. Kredi miktarındaki artış para arzı artışından fazla olduğunda Merkez Bankasının döviz rezervleri bu fazlalık oranında azalmaktadır.<sup>37</sup>

Finansal liberalizasyon sonucu ülkeye gelen uluslararası fonlar, ekonomik büyümeyi finanse ederken, tüketim harcamalarına kaynak oluşturduğu ve tüketim patlamasına yol açtığı çeşitli çalışmalarca desteklenmektedir.<sup>38</sup> Bu durum, tüketim harcamalarının kredilerle finanse edilmesi sonucunu ortaya çıkarmakta ve hanehalkı borçluluk oranını yükseltmektedir. 1980'li yıllardan sonra İngiltere'de yaşanan tüketim patlamasına finansal liberalizasyonun neden olduğu ortaya koyulmuştur. Benzer şekilde Meksika ve Tayland'da liberalizasyon sonunda tüketici kredilerinde büyük artışlar yaşanmıştır. Dolayısıyla yukarıda açıklamaya çalıştığımız eldeki bulgular, McKinnon ve Shaw'ın iddia ettiği gibi finansal liberalizasyonun tasarrufları artıracığı iddiasını destekler nitelikte değildir.

Finansal liberalizasyonun geçerli olduğu bir sistemde kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin yaşandığı piyasalarda ticari bankalar ulusal paranın aşırı değerlenmiş olmasından faydalanarak, açık pozisyon almaktan çekinmemişlerdir. Başka bir ifadeyle finansal aktörler ulusal para cinsinden yüksek faiz getirisinden faydalanmak için dolar cinsinden

<sup>35</sup> Williamson ve Mahar, Age, s.16.

<sup>36</sup> Hellman Thomas F, Murdock Kevin C ve Stiglitz Joseph E, "Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?", The American Economic Review, March, Vol 90, ss.147-165

<sup>37</sup> Flood R, Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Criseses, IMF Staff Papers, 1998, s.357

<sup>38</sup> Lopez-Mejia 1991; Mayoumi, 1993; Darby ve Ireland, 1994.

borçlanmaktadırlar. Belirli bir zaman sonra döviz kurlarının yükseliş trendine geçmesi ile yurtdışı mali kuruluşlara karşı döviz yükümlülüğü olan bankaların yabancı paraya yönelmesi krizin başlamasına ve kendilerinin de finansal krize girmesine neden olmaktadır.<sup>39</sup>

Demirgüç, Kunt ve Detragiache(1998) 1980–1995 yılları arasında 53 ülkeyi kapsayan çalışmalarında Hellman vd.. görüşlerine paralel olarak, finansal liberalizasyonun rekabeti artırarak, bankaların piyasa güçlerini azalttığını, bunun da bankaların mali gücünü düşürerek krizlere neden olduğunu söylemektedirler. Özellikle yasal ve kurumsal düzenlemelerin yetersiz olduğu ülkelerde bankacılık krizinin daha yüksek olduğunu, finansal serbestleşmenin ahlaki riske yol açarak kriz ihtimalini daha da yükselttiğini ortaya koymuşlardır.<sup>40</sup> Finansal Liberalizasyon sonucu ülkeye giren sermaye girişleri dış denge üzerinde de önemli etkiler yaratır. Net sermaye girişleri rezerv artışına neden olmamışsa, cari açığı finanse etmede kullanılıyor demektir. Çünkü sermaye girişlerinin yükselmesi sonucu bir yandan dövize ulaşmak kolaylaşırken, diğer yandan ihraç mallarının fiyatı yurt dışı mallara göre yükselmekte, ithal malları da ucuzlamaktadır.<sup>41</sup>

Finansal liberalizasyondan sonra temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan, Merkez Bankasının para politikası aracı olan faizler üzerinde etkisizliğini artırmaktadır. Bu sürecin işlemesi sonucunda yurt içi piyasalar yurt dışı piyasaların denetimine girmektedir.<sup>42</sup> Ulusal mali piyasalara aktif olarak müdahale etme imkânını kaybeden Merkez Bankasının gerçekçi bir reel kur ve ulusal kaynakları yatırım ve büyümeye yönlendirecek bağımsız bir faiz politikası izleme imkânı ortadan kalkmaktadır.<sup>43</sup> Finansal Liberalleşme sonucu ekonominin serbestleşme ve dış dünya ile bütünleşme derecesi arttıkça, hükümetlerin piyasalara müdahalesi için kullanılabilir araçların sayısını azalttığı gibi, elde kalan politika araçlarının da etkinliği azalmaktadır. Bu durumun bir sonucu olarak ülkelerin dünya ekonomisinde görülen resesyon ve dalgalanmaları farklı şiddetlerde yaşamaları kaçınılmaz olmaktadır.<sup>44</sup>

Bilindiği üzere finansal piyasalarda bilgi asimetrisinden kaynaklanan sorunlar, finansal piyasaların eksik rekabet piyasası koşullarında faaliyet göstermesine neden olur. Sermaye kontrolleri bu noktada ikinci en iyi çözüm olarak görülmektedir.<sup>45</sup> Bilginin eksik olduğu piyasalarda rekabet de aksaktır. Aksak rekabetçi piyasalar da ise Pareto optimumuna ulaşmak mümkün değildir.<sup>46</sup>

<sup>39</sup> Türkiye Ekonomisi Sektörel Analizi, Türkiye Ekonomi Kurumu, Ankara, 2001, s.346

<sup>40</sup> Demirgüç Kunt, Aslı ve Detragiache, Enrika, Financial Liberalization and Financial Fragility, Annual Bank Conference on Development Economics, 1998, World Bank, Washington D.C

<sup>41</sup> Kepenek, Yentürk, Age, s.217-218

<sup>42</sup> İnel, Sungur, Agm, s.5-6

<sup>43</sup> Erinç Yeldan, Küreselleşmenin Neresindeyiz. <http://www.stradigma.com/turkçe/kasim2000/print-06.html>.(E.T:15.02.2006)

<sup>44</sup> Gülten Kazgan, Türkiye Ekonomisinde Krizler, 1929-2001, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 1.Baskı, Eylül, 2005, s.3

<sup>45</sup> [www.ansiklopedi.gen.tr/index.php/Finansal\\_sermaye\\_kontrolleri\\_uygulamaları](http://www.ansiklopedi.gen.tr/index.php/Finansal_sermaye_kontrolleri_uygulamaları)(ET:15.02.2007)

<sup>46</sup> Emek, Agm, s.73.

Gelişmekte olan ülkelerde para ve kredi pazarları etkinlikten öte ve oligopol bir yapıya sahip olduklarından, istikrarlı bir makroekonomik yapı oluşturana kadar sermaye kontrollerinin uygulanması gerekebilir.<sup>47</sup> Finansal piyasaların ekonominin reel yanından farklı olduğunu söyleyen Stiglitz, "Kapitalist ekonominin temeli olan serbest ve rekabetçi piyasaların reel sektör için geçerli olmasına karşın, finansal piyasalar için geçerli olamayacağını" söylemektedir.<sup>48</sup>

Kaminsky ve Reinhart yaptıkları çalışmalarda finansal krizlerin özellikle kontrolsüz bir şekilde gerçekleştirilen liberalizasyon hareketlerinden kaynaklandığını ileri sürmüşlerdir.<sup>49</sup> Aşağıdaki tabloda Türkiye'nin ekonomik yapısına benzeyen ülkelerde finansal liberalizasyon tarihleri ile, kriz tarihleri verilmiştir. Bu tabloya bakarak finansal liberalleşme ile kriz arasındaki ilişkiyi görebilmek mümkündür.

**Tablo 1.2:** Seçilmiş Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Krizler

| Ülkeler     | Finansal Liberalizasyon | Krizler             |
|-------------|-------------------------|---------------------|
| Arjantin    | 1977                    | 1980-1989-1994-2001 |
| Bolivya     | 1985                    | 2001                |
| Brezilya    | 1975                    | 1985-1994           |
| Şili        | 1980                    | 1981                |
| Kolombiya   | 1980                    | 1982                |
| Meksika     | 1989                    | 1992-1994           |
| Paraguay    | 1990                    | 1995                |
| Uruguay     | 1976                    | 1981                |
| Venezüella  | 1976                    | 1983                |
| Endonezya   | 1989                    | 1992                |
| Güney Kore  | 1983                    | 1997                |
| Malezya     | 1991                    | 1985-1997           |
| Tayland     | 1989                    | 1979-1993-1997      |
| Filipinler  | 1981                    | 1981                |
| İsrail      | 1990                    | 1985                |
| Ürdün       | 1988                    | 1989                |
| Peru        | 1980                    | 1989                |
| El Salvador | 1991                    | 1989                |
| Türkiye     | 1989                    | 1994-2000-2001      |

**Kaynak:** C.Wyplosz How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?, Discussion Paper Series UN,2001,s.26'dan özetlenmiştir.

Finansal liberalizasyon tarihlerini ve krizlerin ortaya çıkışını gösteren yukarıdaki tablo, Kaminsky ve Reinhart'ın 25 ülke üzerinde elde ettiği bulguları büyük ölçüde destekler

<sup>47</sup>Uzunoğlu, Alkin ve Gürlesel, Age, s.45.

<sup>48</sup>Joseph Stiglitz, "The Role of the Financial System in Development", Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean, San Salvador, 1998

<sup>49</sup>Kaminsky Gale ve Reinhart Carl, Banking and Balance of Payments Crises:Models and Evidence , Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve, 1996, ss.2-20

nitelikte olup, ilgili ülkelerde yaşanan finansal krizlerin liberalizasyona gidildikten sonra ortaya çıktığını göstermektedir.<sup>50</sup>

Yukarıdaki tabloda, benzer ekonomik yapıya sahip ülkelerden Arjantin ve Meksika'nın finansal liberalizasyona katılmaları Türkiye'den daha önceki tarihlere rastlamasına rağmen, Türkiye, Arjantin ve Meksika'nın krizlerle ilgili ortak deneyimlere sahip oldukları söylenebilir. Şöyle ki, üç ülkenin de uzun süreli ekonomik istikrarsızlık yaşamaları, gelişmekte olan ülke kategorisinde bulunmaları, kriz öncesinde IMF destekli istikrar programı uygulamaları ve sabit döviz kuru rejimi cari iken krize yakalanmaları ortak yönlerini oluşturmaktadır.

Brezilya, Şili, Endonezya, Meksika, Güney Afrika gibi pek çok yükselen piyasalarda krizlerin ortaya çıkmasında finansal liberalizasyonun etkili olduğu, ilgili ülkeler liberalizasyona gitmeden önce gerekli altyapıyı oluşturmadıkları ileri sürülmektedir.

#### **1.4. Türkiye'de Finansal Liberalleşme**

Türk ekonomisi cumhuriyetin kuruluşundan itibaren karma ekonomik sistem şeklinde oluşturulmuştur. Ekonomik sistemin bu şekilde oluşturulması dönemin koşullarının etkisiyle ortaya çıkan bir tercihtir. Başlangıçta uygulanan ekonomik programlardaki temel tercih 1980 yılından itibaren değişikliğe uğrayarak, serbest piyasa ağırlıklı bir ekonomik sistem benimsenmiştir. Bu programın sonucu olarak uluslar arası sermaye hareketlerine getirilen sınırlamaların kaldırılması ve döviz kurlarının piyasa güçlerine bırakılması gündeme gelmiştir. Bu bağlamda mali piyasaların liberalleştirilmesi adına önemli ilerlemeler kaydedilmiştir. Ancak gelinen noktada gerek mal gerekse mali piyasalarda kamunun hala önemli bir ağırlığının olduğu söylenebilir.<sup>51</sup>

Türkiye'de 1980 öncesi dönemde faiz oranları üzerinde sınırlamalar olup, kamu tarafından öncelikli görülen sektörlere çeşitli kredi kanalları ile daha düşük faizli fon kullandırılmaktaydı. 1970'li yılların sonlarına yaklaşıırken, artan enflasyonla birlikte reel faiz oranları negatif düzeyde seyretmekteydi. Bu durum şirketleri daha fazla fon kullanmaya teşvik etmekle birlikte, tasarruf sahiplerinin tasarruf eğilimlerini azaltarak tasarrufların mali sisteme akışını caydırmış, sonuçta mali sistem daralmıştır.<sup>52</sup>

<sup>50</sup> Goldstein, Morris ve Turner, Phillip, "Banking Crises in Emerging Economics, Origins and Policy Options", BIS Economic Papers, No:46, s.17

<sup>51</sup> Alp, Agm, s.240-248

<sup>52</sup> Alp, Age, s.252



Türk mali sistemi 1980 yılından başlayarak uygulamaya konulan liberal politikalar sonucunda önemli ölçüde yapısal değişikliğe uğramış, mali sistem dinamizm kazanmıştır. Bu gelişmede, selektif kredi politikalarının kaldırılması, mevduat ve kredi faizlerine serbesti tanınması, liberal kambiyo düzenlemeleri gibi deregülasyona yönelik uygulamaların yanı sıra, mali sektöre ilişkin mevzuat düzenlemelerinin uluslararası normlar seviyesine yükseltilmesi için yapılan çalışmalar da rol oynamıştır.<sup>53</sup>

Türkiye’de finansal serbestleşmenin üç temel ayağının olduğu söylenebilir. Bunlar:<sup>54</sup>

- Finansal piyasaların düzenlenmesi ve geliştirilmesi,
- Mevduat faiz oranlarının serbestçe belirlenmesi,
- Kambiyo mevzuatında ve sermaye hareketlerinde serbestleşmedir.

Türkiye’nin mali piyasalarını liberalize edip, uluslararası finansal sisteme katılması birçok ülkeye göre erken sayılabilecek bir tarih olmasına karşın, ekonomideki sorunlarının çözülememiş olması bu girişimde istenen başarı sağlanamamıştır.

Ülke ekonomilerinin orta ve uzun vadeli performansını, değişen dış ve iç koşulların karakterize ettiği safhalara göre değerlendirmek daha anlamlı olmaktadır.<sup>55</sup> Bu düşünceden hareketle Türkiye’deki liberalizasyon hareketlerini 1980’e kadar olan dönem, 1980-1989 İç finansal liberalleşme dönemi ve dış finansal liberalleşmenin sağlandığı 1989 sonrası dönem olarak üç başlık altında incelenmesi uygun görülmüştür.

#### 1.4.1. 1980 Öncesi dönem

Cumhuriyetin ilk yıllarında Lozan anlaşmasının gereği olarak, bağımsız bir iktisat politikası izlenemediğinden söz konusu dönemde kambiyo kontrolü uygulanmamıştır. Anılan dönemde bazı istisnalar dışında ithalat ve ihracata ilişkin düzenlemelerin yapılmaması ve beş yıl süreyle gümrük tarifelerinin değiştirilmemesi söz konusudur.<sup>56</sup> 1930 yılında çıkarılan 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanunu ile dövize ilişkin temel düzenlemeler getirilmiştir. Bu kanun Türk Parasının Kıymetini Koruma adı altında düzenleme yapma yetkisini Bakanlar Kuruluna vermiştir. Kanunun yürürlüğe girdiği tarihten, 1980 yılına kadar 24 adet Bakanlar Kurulu Kararı ile dövize ilişkin düzenlemeler yapılmıştır.

<sup>53</sup> Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma, Programı, BDDK, 15 Mayıs, 2001, s.2

<sup>54</sup> Sinan Sönmez, Türk İktisat Politikalarındaki “Çıpa” Dış Borçlanma, İktisadi Kalkınma Kriz ve İstikrar, İletişim Yayınları, 2.Baskı, İstanbul, s.322.

<sup>55</sup> Celasun. Agm, s.6.

<sup>56</sup> Korkut Boratav, Türkiye İktisat Tarihi, İmge Kitabevi, Ankara, 2003, s.44.

1980 öncesinde finansal piyasaların durumu şu şekilde özetlenebilir:<sup>57</sup>

– Bu dönemde mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındadır, yüksek ve sürekli enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları çoğunlukla negatif düzeyde seyretmiştir.

– Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlamalar getirilmiştir.

– Kişiler portföylerini oluştururken döviz bulundurmaları engellenmiştir.

– Merkez Bankasının para politikasının oluşturulmasında tercihli krediler önemli yer tutmaktadır. Böyle olmasına rağmen tercihli kredi yolu ile birçok sektöre sübvansiyon sağlanmıştır.

– Kalkınmada öncelikli sektörlerle ucuz kredi sağlanmıştır.

– Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buradan elde edilen gelirler görece olarak daha fazla vergilendirilmiştir.

– Henüz kurumsallaşmış bir mali sistem yoktur ve aracılık hizmetinin maliyeti yüksek olmuştur.

– Yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına önemli kısıtlamalar getirilmiştir.

– Şirketler için yegâne finansman kaynağı banka kredilerinden oluşmaktaydı. Menkul kıymet piyasasının olmaması nedeniyle, şirketlerin hisselerini satarak finansman sağlama imkânları yoktu. Pay sahipliği yolu ile çok ortaklı şirketlerin oluşması denenmiş, bu istek başarısızlıkla sonuçlanmıştır.

– Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları görece olarak yüksek tutulmuştur.

– Şirket ve banka sahipliği iç içe geçmiştir.

Türkiye’de 1980 öncesi yürütülen politikalar doğrultusunda faiz oranları ve döviz kurları sıkı bir biçimde kontrol edilmekteydi. Yani devlet mali piyasalar üzerine baskın bir rol oynamaktaydı. Örneğin 1980 öncesinde ticari bankaların müşterilerine önerdikleri faiz oranları kamunun denetimindeydi. Aydoğan ve Çapoğlu 1980 öncesi yapılan bu düzenlemenin faiz oranlarının yapay olarak düşük seviyede seyretmelerine neden olduğunu

<sup>57</sup> Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü, TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, Aralık, 1998.( <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper2.html>.E.T:10.09.2006)

vurgulamaktadırlar. Faiz oranlarının düşük seviyelerde tutulması faiz oranlarının enflasyon oranının altında kalmasına neden olmaktadır.<sup>58</sup>

#### 1.4.2. 1980–1989 Dönemi

Türkiye’de mali serbestleşme ilk olarak Temmuz 1980 yılında mevduat ve kredi faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla başlamıştır. 24 Ocak Kararları ile uygulamaya konulan istikrar tedbirleri ile daha esnek bir döviz kuru benimsenmiştir. Faiz oranlarındaki devlet denetiminin kaldırılması ile tasarrufların mali sisteme akması sonucu mali kesimde derinlik<sup>59</sup> sağlamak amaçlanmıştır.

Finansal serbestleşmede ilk adım finansal daralmanın ortadan kaldırılmasıdır. Bunun için de nominal faizlerin serbest piyasa koşullarına göre belirlenmesini engelleyen uygulamaların ortadan kaldırılması gerekmektedir. Faiz oranlarının serbest bırakılması finansal serbestleşmenin sadece bir bölümünü (İç finansal serbestleşme) oluşturmaktadır. Finansal serbestleştirmede faiz oranlarının serbest bırakılması gerekli, ancak yeterli olmamaktadır.<sup>60</sup>

Türkiye’de 1981 yılında Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuş, operasyonel anlamda 1983 yılında göreve başlamıştır. Sermaye Piyasası Kanunu ile yeni bir Bankacılık Kanunu çıkarılmıştır. 1984 yılında Merkez Bankası altın satmaya başlamış ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuştur. 1985 yılı Mayıs ayında Hazine devlet tahvillerini ihale yöntemi ile satışa başlamıştır.<sup>61</sup> Hazine ihalelerinin başlaması ile kamu açıklarının Merkez Bankası bilançoları üzerindeki olumsuz etkisi nispeten azalmaya başlamıştır. Nisan 1986 yılında ise bankalar arası para piyasası kurulmuştur. 1987 Şubat ayında Merkez Bankası açık piyasa işlemlerine başlamış, 1988 yılının Ağustos ayında da bankalar arası döviz piyasası kurulmuştur.<sup>62</sup> Açık piyasa işlemlerinin temel amacı bankacılık kesiminin likidite düzeyini belirlemek ve dolaylı olarak da para arzını kontrol etmektir.<sup>63</sup>

Özetle yukarıda belirtilen politikaların sonucu olarak Türkiye Ekonomisi 1980’li yıllara liberalizasyon hareketleri ile başlamış, dışa dönük kalkınma modeli kapsamında ihracat

<sup>58</sup> Evrim İmer, Genel Kabul Gören Gözlemler Açısından Türkiye Ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama, TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Ankara, 2003, s.30.

<sup>59</sup> Finansal Derinlik: Finansal Stoklar/GSYİH

<sup>60</sup> Uzunoğlu, Alkin ve Gürlehel, Age, s.93.

<sup>61</sup> Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosu, Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları, Şubat, 2006, s.18

<sup>62</sup> Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosu, s.18.

<sup>63</sup> Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri, Agm, s.16.

ağırlıklı bir büyüme modeli öngörülmüş, 1983–1987 yılları arasında ortalama % 6’lık bir büyüme hızı yakalamıştır. Ancak teori ve pratikte görülen ve gelişmekte olan ülkelerde yaşanan serbestleşme deneyimlerinden ders alınmadan döneminin en liberal politikalarını uygulamaya başlamıştır.<sup>64</sup> Bu bağlamda, Temel makro dengesizlikler yanında kamu maliyesi disipline edilmeden, bankacılık sistemi çalışır hale getirilmeden, enflasyon kontrol altına alınmadan, finansal liberalizasyona gidilmesi GSYİH’ da dalgalanmalara yol açmıştır.<sup>65</sup>

### 1.4.3. 1989 Sonrası dönem

11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazetede yayınlanarak yürürlüğe giren 32 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı, 1980 yılından beri süregelen dış finansal serbestleşmenin en son adımı olmuştur. 32 sayılı kararın en belirgin özelliği sermaye hareketlerini tamamen serbest bırakmasıdır.

Bu dönemde 32 sayılı kararla birlikte, daha önceki düzenlemelerden farklı olarak finansal sistemin değişimini gösteren üç süreçten söz edilebilir.<sup>66</sup>

Birincisi; finansal serbestleştirilmenin kamu açığını finanse etmenin yolu olarak menkul değer oluşturmak suretiyle kapatılma yoluna gidilmesi, ikincisi; halkın TL ile harcama ve tasarruftan vazgeçip dövize yönelmesi anlamına gelen TL’nin yabancı paralarla ikamesinin<sup>67</sup> (dolarizasyon) ortaya çıkardığı sorunlardır.<sup>68</sup>

Para ikamesi ile ilgili olarak spesifik bir örnek vermek gerekirse, yabancı parayı da içine alan M2Y’nin GSMH’ya oranı, 1985’de %26.3’den 1990 yılında %36.8’e, 2000 yılında %43.8’e ve 2006 yılında ise %49,5’e yükselmesi, buna rağmen TL cinsinden para arzını ifade eden M2’nin GSMH’ya oranı, 1985 yılında %24.1’den 1990’da %16’ya düşmesi ekonomide ulusal para biriminin kullanımını düşürdüğünü, yabancı para kullanımının ise arttığını

<sup>64</sup> Oruç, Agm, s.8.

<sup>65</sup> Seyidoğlu, Agm, s.146

<sup>66</sup> Erinç Yeldan, Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, İletişim Yayınları, İstanbul, 2004, s.129-130

<sup>67</sup>Yabancı para birimlerine yönelişin (para ikamesinin) göstergesi olarak mevduatların bileşimi kullanılmaktadır. Ulusal paradan kaçışın ve döviz ikamesinin boyutunu göstermek amacıyla döviz mevduatları toplamının, toplam mevduat içindeki oranına bakılır. Sermaye kaçışı ve ulusal paranın ikamesi reel faizlerin yükselmesini ve dövizin ucuz tutulmasını zorunlu kılar. Bu süreçte yüksek reel faiz-düşük kur sarmalı uluslar arası piyasalarca yönlendirilen dışsal bir mali araç halini alır. Sonunda Merkez Bankasının mali araçlar üzerinde etkinliği kaybolur. Erinç Yeldan, Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, İletişim Yayınları,10.Baskı, İstanbul, 2004, s.140.

<sup>68</sup> Yavuz Kır, Ekonomik Kriz Ve Dolarizasyon, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1,Yıl, 7, Sayı, 41, Ankara, 2001, s.712.

göstermektedir. Buna rağmen, 2000 yılında M2'nin GSMH'ya oranı %26 iken, 2006 yılında bu oran %32'ye yükselmesi ulusal para birimi kullanımının yükseldiğini göstermektedir.<sup>69</sup>

Üçüncüsü; finansal sistemin değişimini gösteren diğer bir süreç de kısa vadeli sermaye hareketlerinin finansal piyasalarda ve giderek reel ekonomide ortaya çıkardığı sorunlardır.

1989 yılından sonra Türk ekonomisinde, sermaye girişleri parasal büyüklükler üzerinde baskı oluşturmuş, bu dönemden sonra toplam varlıklar içerisinde yabancı varlıkların payı giderek artış göstermiştir. 1990 yılından sonra bir para programı uygulanamamasının en önemli nedeni de yabancı varlıklarda görülen kontrolsüz artıştır. 1990 yılından itibaren net dış varlık girişinin parasal tabanı genişletmesi söz konusudur. Parasal tabandaki genişlemeyi massetmenin yolu da Merkez Bankası'nın piyasaya süreceği kağıtlarla sterilize edilmesidir. Bu yol faiz oranlarını ve kamu açıklarını artırıcı etki yapmaktadır. Uygulamaya bakıldığında bir yandan faiz oranlarındaki artış önlenemezken, enflasyondaki yükselme devam etmiştir. Bunun nedeni ise parasal tabandaki artışın sterilize edilmesi yerine likidite, hazine kağıtlarıyla kamu tarafından kullanılmıştır.<sup>70</sup>

## **1.5. Dış Finansal Liberalleşmenin Yasal Dayanağı:32 Sayılı Karar ve Döneme Ait**

### **Yansımalar**

Türkiye'de sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi 1980'lerde uygulamaya konulan ekonomik ve finansal reformların sonucu olarak başlamış ve 1989 yılında tamamlanmıştır.

1989 sonrası dönemde ekonomide görülen makroekonomik performansın ekonomiyi net sermaye giriş ve çıkışlarına karşı daha duyarlı bir yapıya getirdiği söylenebilir.

11.08.1989 tarihinde yayınlanan, döneminin en liberal rejimi olan ve bugün de yürürlükte bulunan 32 Sayılı Karar ile 1980'li yıllarda yürütülen dövizli işlemler ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesine yönelik süreç tamamlanmıştır. Bu kararda 1990 yılından 2003 yılına kadar bazı değişiklikler yapılmasına rağmen, 1989 yılında yayımlandığı haliyle Türkiye, serbest kambiyo rejimi uygulayan ülkeler kategorisine girmiştir. 32 sayılı karar, yayımlandığı tarihten bir yıl sonra TL'nin konvertibil bir para olarak IMF'ye tescil ettirilmesinin de yasal altyapısını oluşturmuştur.

<sup>69</sup> Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, 1950-2006 ve Yeldan, Age, s.133.

<sup>70</sup> Yentürk, Agm, s.282

32 sayılı kararla sermaye hareketleri serbest bırakılınca kar maksimizasyonu peşinde koşan uluslar arası sermaye gerek yüksek faiz getirili, Türk bono piyasasına, gerek yeni kurulan İMKB'ye kote edilmiş hisse senetlerini satın almaya yönelmiştir. Bu durum ister-istemez ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olmuştur.<sup>71</sup>

Kararın yürürlüğe girmesi ile birlikte 1990'lı yılların ilk yarsısında doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, kısa ve uzun vadeli yatırımlarda artış yaşanmıştır. Özellikle portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerindeki artış, doğrudan yabancı sermaye girişlerindeki artıştan daha yüksek oranda gerçekleşmiştir. Çünkü doğrudan yabancı yatırımlar izne tabi iken portföy yatırımları ve kısa vadeli yatırımlar için her hangi bir sınırlama veya izin getirilmemiştir.<sup>72</sup>

1990'lı yıllar krizlere zemin hazırlayan bir dönem olup, dönemin başlıca karakteristikleri şöyle özetlenebilir:<sup>73</sup>

Türkiye 1992 yılından itibaren aşırı değerlenmiş TL politikasından yavaş yavaş vazgeçerek, kısa vadeli fonların ülkeye girişinin devamı için faiz oranlarını yükseltmiştir. Böylece TL'nin değer kaybı enflasyon oranına yaklaştırılmıştır. Reel faiz oranlarının bu denli yüksek tutulması ülkeye yönelik kısa vadeli yabancı sermayenin girişini teşvik ederken, yurt dışından borçlanma imkânı bulunmayan özel sektör üzerinde dışlama etkisi oluşturmuş, bazı özel sektör yatırımları olumsuz yönde etkilenmiştir. Bu durum Türkiye'de döviz kuru-faiz oranı makasının oluşmasına neden olmuştur.<sup>74</sup>

1999 yılında uygulanmaya başlanan istikrar programına daralan bir konjonktür, yüksek borç servisi, önemli derecede bütçe açıkları ile girilmiş, kronik enflasyon ve kırılgan bankacılık yapısı istikrar programının uygulanmasını zora sokmuştur.<sup>75</sup> Boratav'a göre Türkiye'nin 1999 yılı sonunda uygulamaya başladığı kur tabanlı istikrar programı dış açığı finanse etmek amacıyla sermaye girişlerine bel bağlamış, enflasyonu kontrol altına almak için kuru güven veren bir çığpaya bağlamış, bunun sonunda da ulusal paranın değer kazanmasıyla yabancı sermayenin yurda getirilmesi sağlanmıştır. Bunun sonucunda piyasalarda sert ve ani bir devalüasyon beklentisi içinde sermaye çıkışları yaşanarak, başlangıçta umulan faydalar tersine dönmüştür.

<sup>71</sup> İlker Parasız, Enflasyon, Kriz, Ayarlamalar, 2.Baskı, Bursa, 2002, s.385

<sup>72</sup> Alp, Age, s.275

<sup>73</sup> Celasun, Agm, s.7.

<sup>74</sup> Parasız, Age, s.387

<sup>75</sup> Oruç, Agm, s10

Özetlemek gerekirse Türkiye’de finansal serbestleştirmenin sonuçları şöyle açıklanmaktadır:<sup>76</sup>

- Finansal serbestlik politikaları, krizden kurtulmak amacıyla geliştirilen istikrar politikalarının bir alt başlığı şeklinde görülmüştür.

- Finansal alt yapı politikaları değişen koşullara önemli ölçüde ayak uydurabilmiştir.

- Faiz oranlarının serbestçe belirlenmesi önemli oranda kaydi para genişlemesine neden olmuştur.

- Faiz oranları ile birlikte kambiyo rejiminin serbestleşmesi piyasadaki volaliteyi yükseltmiştir.

- Serbestleşme programı finansal piyasalarda rekabeti yoğunlaştırmış, piyasaya giriş kolaylaşmış, yabancı bankaların rekabete katılması mümkün olmuştur.

- Serbestlik uygulamaları iç tasarrufları beklenen ölçüde artırmazken, faiz oranlarının yükseltilmesi yatırımları, dolayısıyla ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemiştir.

- Döviz kurları ve faiz oranlarındaki istikrarsızlık sermaye hareketlerinin ekonomideki duyarlılığını artırmış, mali piyasaların dışa açılmasıyla dış şoklara karşı kırılğan bir yapı ortaya çıkmıştır.

- Faiz oranlarının ve döviz kurlarının reel değerlerinde tutulmamaları önemli miktarda kısa vadeli yabancı kaynak girişini hızlandırmış, istikrarsızlık dönemlerinde ise tersine dönüş yaşanmıştır.

Yeldan’a göre Türkiye’de finansal serbestleşmenin etkilerinin en çarpıcı biçimde ortaya çıktığı alan, kredi hacminde görülmektedir. Yazara göre finansal serbestleşme – derinleşme tasarruf sahiplerini yatırımcılarla bir araya getirerek yatırım talebinin artmasına neden olacaktı. Oysa bu beklenti gerçekleşmemiştir. Örneğin, bankacılık kesimi kredilerinin milli gelire oranı 1988’de %17,6 iken, 1990’da %16,5’e, 1992’de %12,7’ye gerilemiştir. Yazar bu tespiti yaptıktan sonra 1990’lı yıllardaki finansal serbestliğin aslında kamu kesimi borçlanma senetlerini ve döviz tevdiat hesaplarını artırdığını, bunun da milli geliri yükseltmek yerine spekülâtif hareketleri artırdığını söylemektedir. Bu bağlamda yazar, Türkiye’de finansal liberalleşmenin zamanlamasında bir hata olduğunun kabul edilmesi gerektiğini söylemektedir.<sup>77</sup>

<sup>76</sup> Emre Alkin, Türkiye’de Finansal Değişim ve Adaptasyon, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, No:41, s.691.

<sup>77</sup>Yeldan, Age, s.133

Yeldan'a göre devlet İç Borçlanma Senetlerine dayalı finansal serbestleşme, mali piyasalarda üç temel etki ortaya çıkarır.<sup>78</sup> Bunlar; kamuya sınırsız kredi hacmi tanınması, finansal piyasalarda hazinenin monopson güç elde etmesi ve DİBS'nin düzensiz aralıklarla ve büyük boyutlarda piyasaya girmesi ile para çarpanını dalgalandırması veya belirsizliğe itmesidir.

Sonuç olarak 1989 yılında sermaye hareketlerin liberalleştirilmesi ile sermaye hareketlerine getirilen kontrol ve denetimler kaldırılmış, finansal piyasalar kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkisinde kalmıştır. Böylece yurtiçi piyasalarda döviz kuru ve faiz birbirine bağlı hale gelmiş ve Merkez Bankasının bu enstrümanları bir politika aracı olarak birbirinden bağımsız olarak uygulama olanağı ortadan kalkmıştır. Böyle bir durumda finansal dengenin sağlanabilmesi için, yurtiçi faiz getirisinin dövize bağlı spekülasyon getiriden yüksek olması yani reel faiz oranlarının yüksek kalmasına razı olunmuştur. Kısa vadeli yabancı kaynakların ülkeye çekilmesini motive eden bu durum kamu açıklarının dış tasarruflarla finanse edilmesini, ithalat ve tüketim hacmini genişletmektedir.<sup>79</sup>

---

<sup>78</sup>Yeldan, Age, s.132.

<sup>79</sup>Yeldan, Age, s.135



## II. BÖLÜM

### 2. SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

#### 2.1. Finansal Liberalleşme ve Sermaye Hareketleri

Uluslararası piyasalarda görülen küreselleşme, uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin önündeki engelleri kaldıracı bir etki yapmakta ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan liberal ekonomik politikalar ve finansal serbestleşme politikalarının da etkisiyle sermaye hareketleri hızlanarak, bu ülkelerin finansal piyasalarının gelişmesine ve dış dünya ile bütünleşmesine katkıda bulunmaktadır.

Dünya ekonomisinde sermaye hareketleri kapitalizmin gelişmesine paralel olarak ortaya çıkan bir gelişmedir. Gelişmekte olan ülkeler yönelik sermaye akımlarını da bu sürecin bir parçası olarak değerlendirmek gerekir. Gelişmekte olan ülkelerin kambiyo kısıtlamalarından kurtulması bu hareketlenmeyi hızlandırmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişini uyaran nedenlerin oluşmasının yanı sıra, gelişmiş ülkelerde görülen bazı gelişmeler de sermaye akımları üzerinde etkili olmuştur. Bu etkilerden birisi gelişmiş ülkelerdeki faiz hareketleridir. Faiz oranlarındaki düşüşler sermaye akımlarının başka bölgelere yönelmesine neden olmuştur.<sup>80</sup>

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunları sermaye ve teknoloji yetersizliğidir. Sermaye, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeyi sınırlandıran faktörlerin başında gelir. Söz konusu ülkelerde yatırıma yönelecek kaynaklarının azlığı ve yatırıma teşebbüs etme arzusunun yetersizliği, sermayeyi kıt bir üretim faktörü haline getiren nedenler arasında sayılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde reel gelirin düşüklüğü, tasarrufları ve buradan da yatırım miktarını sınırlamakta, dolayısıyla sermaye birikimi yavaş seyretmektedir.<sup>81</sup>Sermaye yetersizliği, ilgili ülkeleri kalkınmanın finansmanında yeni kaynak arayışına yöneltmiştir.

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

<sup>80</sup> Berksoy ve Saltoğlu, Age, s.26-27

<sup>81</sup> Yalçın Acar, İktisadi büyüme ve Büyüme Modelleri, Vipaş Yayınları, Genişletilmiş 4.Baskı, Bursa, 2002, s.51

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermaye hareketlerinde önemli derecede artış olduğu gözlemlenmektedir. Yabancı sermaye hareketlerindeki bu artış ilgili ülkelerde kalkınmanın finansmanını sağlamada etkili olurken, bir takım riskleri de bünyesinde barındırmaktadır.

Eichengreen, sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasının ya da sınırlandırılmasının sonuçlarına ilişkin bulgulara ihtiyatlı yaklaşılması gerektiğini söylemektedir. Eichengreen kendi düşüncesini de ifade ederken:<sup>82</sup> ”Benim iktisat literatürüne ve tarihte yaşananlara ilişkin incelemelerim, mali serbestliğin ancak güçlü kurumları bulunan ülkeler için faydalı olduğu ve bu faydanın da küresel sermaye piyasalarının iyi işlediği dönemlerde görüldüğünü gösteriyor.” demektedir. Bu bağlamda örneğin Çin’in bu günkü koşullarda sermaye hareketlerini liberalleştirilmesi bu ülkeye hiçbir yarar sağlamayacağını söylemektedir.

Benzer bir değerlendirme de Mundell tarafından yapılmaktadır. Mundell’e göre,<sup>83</sup> eğer Çin parasını dalgalanmaya bıraksaydı Asya’da gerçekleşen ekonomik büyümenin gerçekleşmesi mümkün olmayacaktı. Bankacılık sisteminde geri dönüşü olmayan kredilerden kaynaklanan yük artacaktı. Tarımsal ürünlerde fiyatlar düşecek en çok zararı en yoksul kesim üstlenecekti. Çin’in sabit kur rejimi uygulamasıyla birlikte inanılması güç bir performans gösterdiğini söyleyen Mundell, fakat Türkiye’nin böyle bir alternatifinin olmadığını söylemektedir.

Sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkardığı etkileri şöyle sıralayabiliriz:<sup>84</sup>

- Sermaye girişleri gelişmekte olan ekonomilerde sermaye arzını artırmaktadır.
- Sermaye girişlerinin yaşandığı ülkelerde reel döviz kurunda yükselme görülmektedir.
- Sermaye girişleri, döviz kurlarını, faiz oranlarını, ödemeler bilançosunu, tüketim harcamalarını, bankacılık kesimini ve kamu açıkları gibi ülkede uygulanan ekonomi politikalarını önemli ölçüde etkilemektedir.
- Sermaye girişleri uluslar arası piyasalarda portföy çeşitlendirmesine imkan verdiğinden yatırımcılara yeni yatırım alternatifler sunmaktadır.

<sup>82</sup> Barry Eichengreen, Sıcak Para İle Kalkınmak Mümkün mü?, *Turkishtime*, Ağustos,2006, Sayı, 52, s.34

<sup>83</sup>Güven Sak, Cari İşlemler Açığından Kim Korkar? *Ekonomi Etütleri*,

Tepav, [www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E](http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E) (ET.12.09.2006)

<sup>84</sup> G.Calvo, L.Leiderman, C.M.Reinhart, ”The Capital,Inflows,Problem:Consepts and Issues”*Contemporary Economics Policy*, 1994, s.53-56.

Gelişmekte olan ülkelerde son yıllarda görülen yüksek büyüme, ihracat artışından ve yabancı sermayenin ülkeye girişinden kaynaklandığı söylenebilir. Söz konusu ülkelere yönelik yabancı kaynak girişleri önceleri daha çok hükümet garantili fonlar şeklinde gerçekleşmiştir. Son yıllarda ise kamunun garantisi olmadan ilgili ülkelerdeki sermaye piyasaları aracılığı ile kaynak girişi yaşanmaktadır.

Krueger'e göre 1980'li yıllardan sonra uluslar arası sermaye hareketlerinin resmi sermaye hareketlerinden özel sermaye hareketlerine yönelen bir ivme kazanması sağlıklı bir gelişmedir. Çünkü gelişmiş ülkelerdeki düşük getiriye sahip sermayenin, yüksek getiriye sahip az gelişmiş ülkelere yönelmesi dünya kaynaklarının dağılımında etkinliği artırmaktadır.<sup>85</sup>

1990'lı yıllara kadar gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri oldukça sınırlı kalmıştır. Bu yıllardan sonra gelişmiş ekonomik ve mali sektöre sahip Doğu Asya ülkelerinde, Latin Amerika ülkelerinde ve son dönemlerde Doğu Avrupa ülkelerinde önemli gelişmeler yaşanmıştır. Özellikle doğrudan yatırım şeklinde gelen yabancı fonlar ülkelerin sermaye yetersizliğine, altyapı ve fiziksel yatırımlara, istihdam ve milli gelirlerine, teknolojinin taşınmasında önemli roller üstlenmiştir.<sup>86</sup> Eğer yabancı sermaye doğrudan yabancı sermaye olarak gelmiş ise gittiği ülkedeki makroekonomik koşullardan etkilendiği ve kararını ona göre verdiği, kısa süreli şoklardan etkilenmeyip faaliyetlerini sürdürdüğü görülmektedir. Ancak gelen sermaye kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı portföy yatırımı şeklinde ise sermaye akımlarının yönünü belirlemede arbitraj işlemleri temel etken olmakta, ekonomide yaşanan en küçük bir kırılganlıkta bile karını da alarak ülkeyi terk etmektedir.<sup>87</sup> Dolayısıyla sıcak para akımları yüksek oynaklıklar sebebi ile sürdürülebilir bir büyümenin esas kaynağı olamamaktadır. Esas olan ülkelerin doğrudan yabancı sermaye çekebilme kabiliyetleridir.<sup>88</sup>

Ekonomilerin gelişmiş ve az gelişmiş olarak iki sınıfa ayrıldığı küresel dünyada yaşanan mal ve sermaye hareketlerinden az gelişmiş ülkeler gelişmiş ülkelere göre daha fazla etkilenmektedir. Gerek kalkınma ekonomisi gerekse uluslararası iktisat teorisyenleri sermaye ve mal hareketlerinin açık ekonomilerdeki davranışları konusu üzerinde durarak az gelişmiş

<sup>85</sup> Krueger A.O, Debt Capital Flows and LDC Growth, The American Economic Review, 1987, Vol 77, pp.159-164

<sup>86</sup> Alp, s.2

<sup>87</sup> İnandım, Age, s.37

<sup>88</sup> Şahin, Agm, s.9

ülkelerin bu durumdan minimum hasar, maksimum fayda ile nasıl çıkacakları üzerinde araştırmalar yapmaktadırlar.<sup>89</sup>

Gelişmekte olan ülkelere akan özel sermaye hareketlerinin artışına, bu ülkelerde sağlanan makro ekonomik istikrar, enflasyon oranlarında düşüş, mali baskının azalmaya başlaması, bankaların yeniden yapılandırılması, gözetim ve denetleme mekanizmalarının geliştirilmesi gibi faktörlerin etkili olduğu söylenebilir.<sup>90</sup>

1990'lı yıllarda hız kazanan yurt dışı finansal piyasalardaki hareketlilik dünya üretim ve ticaret hacminin üzerinde bir gelişme seyri izlemiş, yönünü de Arjantin, şili, Brezilya, Malezya, Türkiye gibi yükselen piyasalara çevirmiştir. Özellikle gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları nedeniyle, gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek getiri imkânlarından yararlanmak isteyen yatırımcıların, dış piyasalarda dalgalanmanın olması halinde bu ülkelerden çıkmak için hisse senedi satışlarını artırarak, gelişmekte olan ülkelerdeki dalgalanmanın hızını artırmışlardır.

Gelişmekte olan ülkelerde kamu kağıtlarına yatırım yapan spekülâtif sermaye, kamu kağınının vadesi sonunda önemli bir faiz geliri elde etmektedir. Eğer ulusal para da vade içinde değerlenmiş ise, gelirini yabancı paraya dönüştürürken de ek bir gelir elde etmiş demektir.<sup>91</sup>

Gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy yatırımları risk içermesine rağmen, bu piyasalar yatırımcılara önemli avantajlar sağlamaktadır. Her şeyden önce gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelere nazaran yüksek büyüme potansiyeline sahiptir. Bu büyüme yatırımcılar için önemli ölçüde kazanç sağlayabilir. Ayrıca bu tür piyasalarda yoğun rekabetin olmaması yatırımcılara önemli kar fırsatları sunmaktadır. Bu avantajlara rağmen bu piyasalarda derinlik sağlanamadığından fiyat hareketlerinde dalgalanma olmadan fon giriş ve çıkışları düşük seviyede seyretmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senedi piyasalarında yaşanan dalgalanmaların benzeri gelişmeler tahvil piyasalarında da görölmektedir. Bu durum yüksek global likidite dönemlerinde sorun oluşturmazken, ucuz finansman dönemi bittikten sonra makro ekonomik kırılganlık sürecini hızlandırmaktadır. Dikkat çeken diğer bir nokta da hisse senedi ve tahvil satışlarının aynı anda yapılması, gittiği ülkede yabancı paraya olan talebi artırmıştır. Bu da döviz piyasasında dalgalanmalara neden olmaktadır.

<sup>89</sup> şahin, Agm, s.10

<sup>90</sup> TCMB Yıllık Rapor, 2005, s.103

<sup>91</sup> Ardıç, Age, s.21-22

## 2.2. Sermaye Hareketlerinin Tanımı, Kapsamı, Önemi ve Çeşitleri

Günümüzde Dünya ekonomisinin en önemli gelişmelerinden biri olan faiz ve kur arbitrajından faydalanmak üzere en yüksek getiriyi elde etmek isteyen aktörlerin bir ülkeden başka ülkeye mobilitesinin, Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra 1970’li yıllardan sonra ortaya çıktığını söyleyebiliriz.

İkinci Dünya savaşıdan sonra gelişmiş ekonomilerin hızlı büyümeleri bazı yıllarda kesintiye uğramış, kapitalist sistem tekrar krize girmiştir. Esasen 1929 Dünya ekonomik bunalımında liberal politikalar ekonomileri durgunluktan çıkarmada yetersiz kalmıştı. Bu tarihten sonra uygulanan Keynesyen politikalar, devletin ekonomiye müdahalede daha aktif rol alması gerektiğini ileri sürmüştür. 1970’li yıllarda uygulanan müdahaleci politikaların ekonomiyi krizden kurtaramayacağı savunularak, liberalizasyon (serbestleşme), deregülasyon (düzenlemeden vazgeçme) ve özelleştirmeye önem verilmesi gerektiği savunulmuştur.<sup>92</sup>

İkinci Dünya Savaşı öncesine kadar sermaye hareketlerinin nedenleri açıklanırken, sermayenin yurtiçi ve yurtdışı getirileri arasındaki fark etkili olurken, savaş sonrasında sermaye hareketlerini ödemeler dengesi teorilerini açıklamaya yönelik bir araç olarak kullanıldığı gözlemlenmiştir.<sup>93</sup>

Özellikle portföy yatırımlarındaki artışların nedenlerinin araştırılması noktasında ekonomistler, iş çevreleri ve politika yapıcıları arasında önemli tartışmaların kaynağı olmaktadır. Bazı ekonomistler gelişmiş ülkelerdeki özellikle ABD’nin faiz oranlarını düşürmesi bu fonların yurt dışı sermaye piyasalarına yönelmesine yol açtıklarını belirtmektedirler. Bu durum literatürde “itme etkisi” veya yabancı sermayeyi iten faktörler olarak değerlendirilmektedir. Ulusal ekonominin kendi yapısından veya işleyişinden kaynaklanmayan, bütünüyle kendi dışında belirlenen ve uluslararası sermayeyi ülkeye yönlendiren, etkenler bu grupta yer almaktadır.<sup>94</sup>

Diğer bir kısım ekonomistler ise gelişmekte olan ülkelere giden sermayenin aslında bu piyasalardaki yatırım fırsatlarını değerlendirmek amacıyla gittiğidir. Bu durum, “çekme etkisi” veya çeken faktörler olarak adlandırılmaktadır.<sup>95</sup> Bu etkiler bütünüyle ev sahibi ülkenin kendi iç bünyesinden kaynaklanan gelişmeler sonucu ortaya çıkan etkilerdir. Ulusal yapı buna uygun değilse veya bu cazibeyi doğuruyorsa o halde gelen sermaye ulusal

<sup>92</sup> Aysu İnel ve Nesrin Sungur. Sermaye Akımlarının Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği. Türkiye Ekonomik Kurumu Tartışma Metni, Aralık, 2003, s.2

<sup>93</sup> Uzunoğlu, Alkin ve Gürlesel, Age, s.35.

<sup>94</sup> Taner Berksoy, Neden Sermaye Giriyor, Radikal, 04.11.2006

<sup>95</sup> Aslan, Age, s.76

ekonominin yapısıyla ilgilidir. Örneğin büyüme hızı, yurtdışı faiz oranları, uygulanan döviz kuru rejimi, enflasyon oranı, ulusal kredi hacmi, hisse senedi fiyatları, kredibilite durumu, makroekonomik istikrar vb. etkenler de bu grupta yer almaktadır.<sup>96</sup> Örneğin, uluslararası faiz oranlarının düştüğü dönemlerde, faiz oranlarının göreceli olarak yüksek olduğu ülkelere sermaye akımlarının yönelmesi iten faktörler, sermaye çeken ülkedeki makroekonomik koşullar ve döviz kuru rejimi gibi ulusal faktörler ise çeken faktörler olarak nitelendirilmektedir.<sup>97</sup>

İtme etkisinde sermaye hareketleri, dışsal faktörler nedeniyle çıkış ve çöküş döngüsünü başlatmaktadır. Örneğin ABD faiz oranlarındaki düşüşler veya çıkışlar gelişmekte olan piyasalardaki fon akımlarının tersine dönmesine neden olmaktadır. Çekme etkisinde ise içsel faktörler çıkış ve çöküş döngüsünde etkili olmaktadır. Örneğin ekonomilerin yapısal sorunların üstesinden gelip gelmedikleri, para ve kur politikasının iyi yönetilip yönetilmediği, siyasi çalkantı veya istikrar gibi faktörler etkili olmaktadır.<sup>98</sup>

Sermaye hareketleri, iten faktörler tarafından belirleniyor ise politika yapıcılarının sermaye hareketlerinin kontrolü konusundaki hareket kabiliyeti daha sınırlı olmaktadır. Çeken faktörlerin ağırlığı daha fazla ise politika yapıcıların makroekonomik programların başarısını engelleyen sermaye kontrollerinin denetiminde daha fazla serbestîye sahiptirler. Son yıllarda gelişmekte olan ülkeler sermaye akımlarını, yukarıda çeken faktörler olarak sıraladığımız unsurlarla ilgili azami çaba göstermelerine ve dış piyasalarla entegre olma yönündeki kararlılıkları gözlemlenmektedir.

Eğer sermaye akımları önemli oranda içsel faktörlerin etkisinde ise gelişmekte olan ülkeler sağlıklı makro ekonomik ve finansal programlar uygulayarak sermaye akımlarının olumsuz etkilerini minimize edebilirler. Buna karşın sermaye akımları önemli oranda dışsal faktörlerin etkisinde ise gelişmekte olan ülkeler ne kadar sağlıklı ve istikrarlı programlar uygularsa uygulansınlar, finansal piyasalar dışsal şoklara açık olacak ve ekonomik kırılganlıkları artıracaktır.<sup>99</sup>

Merkez Bankası tarafından 1992–2005 dönemini kapsayan bir çalışmaya göre<sup>100</sup> Türkiye’de sermaye girişlerinde çeken faktörlerin daha etkili olduğu ortaya konulmuştur.

<sup>96</sup>Berksoy, 04.11.2006

<sup>97</sup> TCMB Para Politikası Raporu, 2005-I, s.30

<sup>98</sup>Oğuz Altun, Oya Can Mutan, Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkileri, SPK Araştırma Raporu, 2007, s.16.

<sup>99</sup> SPK Araştırma Raporu, s.16-17.

<sup>100</sup> Ali Çulha, A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows Into Turkey, TCMB, 2006

Araştırma, sermaye hareketlerini kriz öncesi (1992–2001) ve kriz sonrası (2002–2005) olmak üzere iki aşamada incelemiş, kriz sonrası dönemde sermaye girişlerini çeken en önemli faktörün reel faiz oranı olduğu sonucuna varılmıştır.

Portföy akımlarında hem iten faktörlerin hem de çeken faktörlerin etkili olduğu söylenebilir. Özellikle 90’lı yılların başlarında görülen sermaye hareketlerinin artışında dışsal koşullardaki değişmelerin etkisini hafife almamak gerekir. Yine gelişmiş ülke piyasalarındaki faiz oranlarındaki düşme ve büyüme hızındaki gerileme sermaye akımlarının gelişmekte olan piyasalara girmesini sağlamaktadır.<sup>101</sup>

Calvo, Leiderman ve Reinhart, 1990’ların başında ABD faiz oranlarının düşmesi ile Latin Amerika ekonomilerine giren sermaye miktarı arasında anlamlı bir ilişki olduğunu bulmuşlar, bu bağlamda gelişmekte olan ekonomilere giren sermaye miktarını belirleyen temel faktörlerin dışsal faktörler olduğu ileri sürülmüştür.<sup>102</sup>

1990’lı yıllarda, dünya genelinde sermaye hareketlerini giderek artıran nedenler şöyle sıralanabilir:<sup>103</sup>

- Ülkelerin dışa açılma politikaları sonucunda gelişmekte olan ülkeler 90’lı yıllardan sonra reform niteliğinde bir dizi önlemler içerisinde finansal piyasalarını dışa açmaları sermaye hareketlerindeki gelişmeleri hızlandırmıştır.

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

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

- 1980’li yıllardan sonra belirli bölgelere yoğunlaşan yabancı yatırımlar, bu bölgelerdeki ekonomik krizlerden sonra tedirgin olmaya başlamış, risklerini azaltmak

<sup>101</sup> Ahmed Masood, Sudarshan Gouptu, “Portfolio Investment Flows to Developing Countries”, Finance and Development, March, 1993, s.10-11.

<sup>102</sup> Calvo, G. Leiderman, L. Reinhart, C. (1993). “Capital Inflows to Latin America: the Role of External Factors”, Staff Papers, March, International Monetary Fund.

<sup>103</sup> Saruhan Özel, Global Finansal Krizler, Deniz Kültür Yayınları, No:13, 2005, İstanbul, s.14-17.

amacıyla portföy teorisinin temel mantığı gereği, kendilerine portföy çeşitlendirmesi sağlayabilecek yeni pazar arayışına yönelmişlerdir.

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

Yukarıdaki tartışmalar ışığı altında sermaye hareketlerinin nedenlerini açıklamada ekonomi literatüründe henüz bir fikir birliği oluşmadığı ortaya çıkmaktadır.

Mc Kinnon, ekonomik liberalleşme, finansal liberalleşme ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile ilgili bir dizi işlemlerden bahseder. Bu işlemlerin nelerden ibaret olduğunu ve gerçekleşme sırasını da şöyle açıklamaktadır.<sup>104</sup>Birincisi; finansal liberalleşmeden önce mali disiplin sağlanmalıdır. İkincisi; yurtiçi sermaye piyasaları dışa açılmalı ve reel faizler negatif düzeyde seyretmemeli, bu dönemde de finansal kurumlar üzerindeki devlet baskısı azaltılmalıdır. Üçüncüsü; fiyat istikrarı sağlanmalı, sağlanmadığı zaman döviz ve faizlerdeki oynaklık, ekonomiye öngörülemeyen sürprizler getirmektedir.Dördüncüsü ise, bu şartlar oluştuktan sonra finansal işlemlerde liberalizasyona gidilmelidir.

Mc Kinnon'a göre bütün bu işlemler gerçekleştirildiğinde uluslararası sermaye hareketleri serbest bırakılmalıdır. Benzer şekilde yurt içi finansal sistem liberalize edilmeden, yurt içi bankalar güçlendirilmeden, yabancı bankaların finansal sisteme girişine izin verilmemelidir. Bu işlemlerden sonra sağlam bir bankacılık düzenleme ve denetleme sistemi kurulmadan kısa vadeli sermaye girişlerinin liberalize edilmesi doğru bir tercih olmayacaktır.<sup>105</sup>

### 2.2.1. Uluslararası sermaye hareketleri

Uluslararası sermaye akımları bir ülkede yerleşik kişilerin bir başka ülkedeki yerleşik kişilere fon transfer etmesi veya dışarıdan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi sonucu ortaya çıkmaktadır.<sup>106</sup>

Uluslararası sermaye hareketleri ticari amaçlı özel mali akımlar, kalkınma amaçlı resmi sermaye akımları ve dolaysız yabancı sermaye akımları olmak üzere üçe ayrılır.<sup>107</sup>

<sup>104</sup> McKinnon L Ronald, The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to Market Economy, 1993, London.

<sup>105</sup> Williamson ve Mahar, Age, s.57.

<sup>106</sup> Uzunoğlu, Alkin ve Gürlesel, Age, s.34.

<sup>107</sup> Halil Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama, 14.Baskı, İstanbul, 2001, s.479.



Sermaye hareketleri fonksiyonlarına göre sınıflandırıldığında ise doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklinde sıralanabilir.<sup>108</sup> Yapılan çalışmaların çoğunda portföy yatırımları ile kısa vadeli yatırımlar tek başlık altında incelenmektedir.

Dolaysız yabancı sermaye ile birlikte resmi sermaye hareketleri daha ziyade bir ülkenin ekonomik kalkınması ile ilgili akımları ifade eder. Resmi sermaye akımları kredi ve hibe şeklinde olabilir. Krediler, her kredide olduğu gibi belirli bir vadeyle sınırlıdır. Hibeler ise bağış niteliğindedir ve geri ödemesi söz konusu değildir.<sup>109</sup> Bu tür sermaye akımları içerisinde kalkınma amaçlı kredilerin ağırlığı daha fazladır.

Özel sermaye hareketleri, farklı borçlanma kaynaklarına göre kendi içinde doğrudan yabancı sermaye hareketleri, hisse senedi ve benzer kısa vadeli varlıkların alınıp satılmasıyla oluşan portföy hareketleri; sadece tahvil ve hazine bonosu alım satımıyla oluşan senetlerin vadesine göre kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri olarak sınıflandırılmaktadır.<sup>110</sup>

Uluslar arası özel sermaye akımlarının en belirgin özelliği uluslar arası para ve sermaye piyasasından ticari koşullar altında sağlanmalarıdır. Doğrudan üretime yönelik olmaması bu tür yatırımları doğrudan yatırımlardan ayırmaktadır.

Gelişmekte olan piyasalardaki özel sermaye hareketleri son yirmi yılda yaklaşık üç misli artmıştır. Aynı zamanda, özel sermaye hareketlerinin bileşimi de değişmiştir. 2000 yılında toplam özel yabancı sermaye hareketlerinde banka kredilerinin payı büyük ölçüde azalırken, portföy yatırımlarının payı hızla artmaktadır.<sup>111</sup>

1980 yılında toplam yabancı sermaye girişlerinin yaklaşık % 57'si gelişmiş ülkelere, % 43'ü de gelişmekte olan ülkelere yönelmiş iken, 1995 yılında gelişmekte olan ülkelere giden yabancı sermaye akımlarında artış olmuş, bu oranlar sırasıyla, %69 ve %31 olarak gerçekleşmişlerdir.<sup>112</sup>

Dünya Bankası'nın 2006 Küresel Gelişme Finans raporunda göre, gelişmekte olan ülkelere net özel sermaye akışının, özelleştirmeler, birleşmeler, şirket alımları ve dış borcun yeniden finansmanı şeklinde olmak üzere 2005 yılında 491 milyar dolara ulaşmıştır.<sup>113</sup>

<sup>108</sup>Ödemeler Dengesi Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması, www.baskent.edu.tr/~gurayk/intfinders2.ppt (E.T:05.10.2006)

<sup>109</sup> Seyidoğlu, Age, s.696.

<sup>110</sup> Berksoy ve Saltoğlu, Age, s.19

<sup>111</sup>Gazi Erçel, Krizlerin Önlenmesinde ve Çözülmesinde Özel Yabancı Yatırımların Rolü, Küresel Sermaye Piyasası Yönetimi Konferansı, Bretton Woods'u Yeniden Oluşturma Komitesi, Montreal, 23 Ekim 2000.

<sup>112</sup> Alaattin Kızıltan, Küreselleşme ve Dünya Ekonomisine Etkileri, Aktif Yayınları, İstanbul, 2004, s.110-111

<sup>113</sup><http://www.worldbank.org/gdf> 2006 (E.T:26.03.2008)

### 2.2.1.1. Doğrudan yabancı yatırımlar

Doğrudan Yabancı Yatırımlar bir ülkede bir firmayı satın almak veya yeni kurulan bir şirket için kuruluş sermayesi sağlamak veya mevcut bir şirketin sermayesini artırmak yoluyla o ülkede bulunan şirketler tarafından diğer ülkede bulunan şirketlere yapılan ve kendisi ile birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraber getiren yatırımdır.<sup>114</sup>

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

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

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

Doğrudan yatırımlar belirli bir fiziki sermaye şeklinde yatırıma yöneldiğinden ekonomik koşullardaki bozulma dönemlerinde yatırım yapılan ülkeyi kolayca terk edemezler. Çünkü dalgalanma dönemlerinde fiziki sermayenin anında likiditeye dönüşmesi zor, hatta imkânsızdır. Doğrudan yatırımların ev sahibi ülkelerde kalıcı olabilmesi, diğer yabancı yatırımlara göre daha çok tercih edilmesine neden olmaktadır. Portföy yatırımlarının ekonomik krizlere karşı gösterdiği duyarlılık, daha istikrarlı olan doğrudan yatırımların önemini daha da artırmaktadır. Bu tür yatırımlarda planlar uzun vadeli. Yatırım yapılan ülke ile yatırım/yatırımcı arasında organik bir bağ oluşmuştur.

Doğrudan yabancı yatırımlar gittiği ülkede ekonomik kalkınmaya, istihdama, teknolojik gelişmeye, sermaye birikimine ve ihracata önemli katkı yapmaktadır. Bu yüzdendir ki, çoğu ülke yerel yatırımcılara tanıdığı avantajları yabancı yatırımcılara tanımışlar, hatta yabancı yatırımcıların daha çok desteklendiği görülmüştür. Böyle olmasına rağmen, yabancı sermayeyi ülkeye çekmenin aracı olan çok uluslu şirketlerin, gün geçtikçe dünya pazarlarında

<sup>114</sup> Rıdvan Karluk, Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı, Ekonomik İstikrar Büyüme ve Yabancı Sermaye TCMB Yayınları, 2001, s.100

hâkimiyeti artarken, ürün fiyatları ve ücretlerin belirlenmesinde etkili olmaktadır. Bu durum teknolojik gelişme sürecini tamamlayamamış ekonomileri olumsuz yönde etkilemektedir.

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

Dünyadaki mevcut konjonktür, yabancı sermaye konusundaki çekinceleri ortadan kaldırıp, ulusal egemenliği zayıflatacağı yönündeki endişeleri azaltarak, yabancı sermaye yaklaşımında ekonomik görüşlerin siyasi görüşlerin önüne geçtiğini göstermektedir. Daha önce yabancı sermaye girişlerini engelleyen ülkeler bile yabancı sermayeyi ülkeye getirmenin yollarını araştırmakta ve uygulamaktadırlar. Örneğin Çin Halk Cumhuriyeti, yabancı sermayeye kapılarını açmakla kalmamış, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmekte gelişmekte olan ülkeler arasında ilk sıraya yerleşmiştir.

Yabancı yatırımlara olan ilgi bu yatırımların hacmini artırarak, 1990 yılında dünyadaki yabancı sermaye stoku 1.769 Milyar dolar iken, 2006 yılında dünyadaki doğrudan yabancı yatırımların tutarı, 1.2 Trilyon ABD dolarına ulaşmıştır.<sup>115</sup>

Ekonomik büyümenin devam etmesi ile birlikte şirket karlarındaki artış, doğrudan yabancı yatırımların gelişmiş ülkelere yönelerek, kalkınmanın finansmanı için etkili bir kaynak olarak devam edeceğini göstermektedir.

### **2.2.1.2. Dolaylı yabancı sermaye hareketleri**

1980'lerde yaşanan borç krizleri nedeniyle gelişmekte olan ülkelere yönelen özel sermaye hareketleri 80'li yılların sonuna kadar önemli bir artış olmamıştır. Böyle olmasına rağmen finansman temininde yaşanan zorluklar yeni finansal araçların arayışı sonucunda uluslararası portföy yatırımları ortaya çıkmıştır.<sup>116</sup>

<sup>115</sup>Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2006 Yılı Raporu

<sup>116</sup>Güven Delice, Uluslararası Sermaye Hareketlerine Tarihsel Bir Bakış, Banka, Maliye ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl:39, Sayı, 9, 2000, s.9

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

Döviz piyasalarında ve sermaye piyasalarında bonolar, tahviller, hisse senetlerine mali yatırımlar, kısa vadeli banka kredileri gibi yatırımlar portföy yatırımları sayılırlar. Kayıt dışı fonlar da bu tür akımlar içinde değerlendirilebilir.<sup>117</sup> 1960'lı yıllardan itibaren uluslar arası para piyasalarında çığ gibi büyüyen bu fonlar doğrudan yatırımlardan farklı olarak son derece akışkan bir yapıya sahiptirler.

Portföy yatırımlarının ülkeye giriş ve çıkışı elektronik ortamda gerçekleştirildiğinden, işlemler oldukça kısa süreli olabilmekte ve yatırımcılar risk gördükleri anda kolaylıkla portföylerini boşaltabilmektedirler.<sup>118</sup>

Portföy teorisine göre belirli bir sermayeye sahip olan yatırımcılar mevcut fonlarını farklı menkul değerler arasında paylaştırırken, kabul edilecek bir risk düzeyinde portföyden elde edeceği gelirin maksimum olmasını tercih ederler. Bu amacı gerçekleştirmek için yatırımcılar portföylerini oluştururken her menkul kıymet için risk ve getiri oranını dikkate alarak portföyünü oluştururlar. Bu aşamada sadece menkul kıymetin getirisini değil, riskini de dikkate alarak seçimini yaparlar.<sup>119</sup>

Doğrudan sermayeyle bazen karşıt bazen birlikte hareket eden dolaylı sermaye veya portföy yatırımları hızlı mobilite özellikleri nedeni ile yüksek getirili gelişmekte olan ülke sermaye piyasası araçlarına yönelmektedirler. 1989–93 döneminde ABD faiz oranlarındaki gerileme ile birlikte gelişmekte olan ülkelere girme cesareti gösteren portföy yatırımları öncelikle enflasyonu düşük, kamu açıkları yüksek olmayan ve yapısal reformları gerçekleştirmiş ekonomileri tercih etmektedirler. Ancak portföy yatırımlarının yüksek mobilite özelliği girdiği ülkelerin makro ekonomilerinde ani iyileşmelerin yanında çıkışları da ani çöküntülere neden olabilmektedir.<sup>120</sup>

Portföy yatırımlarının bu özellikleri dolayısıyla ekonomi çevrelerince sıkça tartışılmaktadır. Kazgan'a göre bu tür yatırımların amacı, para üzerinden para kazanmaktır.

<sup>117</sup> Kazgan, Age, s.228

<sup>118</sup> Murat Gökçaya, Sıcak Para Olgusunun Ülke Ekonomilerine Etkileri Açısından Tobin Vergisinin İncelenmesi, <http://www.geocities.com/vergilendirme/sicakpara.doc>.(E.T:10.10.2006)

<sup>119</sup> Seyidoğlu, s.375

<sup>120</sup> Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi, SPK Araştırma Raporu, 2007, s.13

Üretime doğrudan katkı yapmadıkları için var olan gelirden pay alma biçiminde ortaya çıkarlar. Yazara göre yapılan işlem, bilinen bir ifade ile sıfır toplamı bir oyundan başka bir şey değildir.<sup>121</sup>

Dolayısıyla yabancı portföy yatırımları hareketliliğinin yüksek olması nedeniyle dikkatle takip edilmesi gereken göstergelerden biri haline gelmiştir. Türkiye’de portföy yatırımlarının özellikle 32 Sayılı Karar sonrası hareketlilik kazandığı, 1995 yılına kadar hisse senedi ve eurobond ağırlıklı finansal varlık kompozisyonunun, bu tarihten itibaren yabancıların devlet iç borçlanma senetlerine yönelmeleriyle değiştiği gözlenmektedir.<sup>122</sup>

### 2.3. Sıcak Para Hareketleri

Sıcak para kavramı ekonomi literatürüne 1974 yılında petrol fiyatlarının çok yüksek artışı sonucu petrol üreten ülkelerin gelirlerinin önemli ölçüde artması sonucu söz konusu ülkelerin kontrolündeki petro dolarlar ile girmiştir.<sup>123</sup>

Petrol fiyatlarının yükselmesi sonucu petrol üreticisi ülkelerdeki fon fazlası, üçüncü dünya ülkelerinin dış açıklarının önemli bir kısmını oluşturan petrol faturalarının finansmanı için söz konusu ülkelere yönelmesi için önemli bir neden ortaya çıkmaktaydı. Öyle ki ilgili dönemde petrol ihracatçısı ülkelerin fon fazlası ile petrol ithal eden ülkelerin dış ticaret açığı neredeyse biri birlerine yaklaşmaktaydı. Örneğin, 1974–1980 yılları arasında petrol ihraç edenlerin fon fazlası 300 Milyar dolar, az gelişmiş ülkelerin dış ticaret açığı 300 Milyar dolara yükselmişti.<sup>124</sup> Bu durum çok uluslu ticari bankaların petrol fazlalarını dış ticaret açığı veren az gelişmiş ülkelere yönelmesini sağlamaya zemin hazırlarken, az gelişmiş ülkeler de bu fonlarla ithalatlarını sürdürmeye devam etmişlerdir.

1970 ve 80’lerde petro dolarlar daha çok ABD ve İngiltere bankalarına mevduat olarak yatırılmaktaydı. Büyük bir kısmı petrol ithalatçısı olan gelişmekte olan ülkelere kredi şeklinde verilen bu mevduatlar az gelişmiş ülkelerin borçlarını artırarak krizlerin oluşumuna katkı yaptıkları iddia edilmektedir.

Kimi yazarlara göre, daha önceleri uluslar arası finans kuruluşları ve sanayileşmiş ülkeler tarafından gelişmekte olan ülkelere açılan kredilerin yerini alan petro dolarlar daha sonraları gelişmekte olan ülkelere hisse senedi ve tahvil alımına yönelmiştir. Sağlanan fon

<sup>121</sup> Kazgan, Age, s.227

<sup>122</sup> SPK, Araştırma Raporu, s.38-39

<sup>123</sup> Kemal Kurdaş, Bitmeyen Gaflet ve Türkiye Ekonomisinin Çöküşü, 1.Baskı, Ankara, 2003, s.269

<sup>124</sup> Fikret Başkaya, Kalkınma İktisadının Yükselişi ve Düşüşü, Maki Basın Yayın, 5.Baskı, Ankara, s.134

transferi uluslar arası özel bankaların olduğu kadar, sanayileşmiş ülkelerin de işini kolaylaştırmış, kriz ortamında dahi ihracatlarını sürdürebilme imkânını bulmuşlardır.<sup>125</sup>

Sonraları sıcak para olarak nitelenen bu tür sermaye akımları, kısa dönemde hareket kabiliyeti yüksek, akışkan ve spekülâtif amaçlı bir finansal işlem olarak bilinir. Ancak iktisat yazınında tam anlamıyla tanımı da yapılmamıştır. Konuyla ilgili ilk çalışmalarda Corbo ve Hernandez, 1986-1993 verilerini kullanarak gelişmekte olan ülkelere giden sermaye akımlarını bütüncül bir biçimde ele almaktadırlar.<sup>126</sup> Ekonomi literatüründe tam olarak tanımı yapılmamış olmakla birlikte sıcak para olgusunun uluslar arası kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketlerini ifade ettiği belirtilmektedir.<sup>127</sup> Kısa süreli olan bu spekülâtif hareketler günlük, haftalık, hatta saatlik olabilmektedir.

Sıcak para kavramı genel kabul görmüş bir tanım olmamakla birlikte, beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişmelere hızlı tepki veren sermaye akımları olarak bilinir. Dolayısıyla sıcak paranın miktarından ziyade ani hareketi önemlidir. Bu bağlamda kısa vadeli sermaye hareketleri genellikle sıcak parayı ikame eden bir veri olarak kullanılmakta ise de aralarında önemli farklılıklar vardır. Kısa vadeli sermaye akımları reel sektör kredi işlemlerini de kapsamakta, ticari kredi benzeri kalemler sıcak para tanımına girmemektedir.<sup>128</sup>

Boratav, sıcak parayı arbitraj fırsatları arayan sermaye hareketleri olarak tanımlamakta, bu kategoriye giren mali araçları şöyle sıralamaktadır:<sup>129</sup>

- Hisse Senetleri,
- Kısa vadeli borç senetlerine yönelen portföy yatırımları,
- Ticari krediler hariç, bankalara ve özel sektöre açılan kısa vadeli krediler,
- Banka mevduatları,
- Banka dışı diğer mevduatlardaki değişimlerdir.

Merkez Bankası Türkiye’de sıcak paranın büyüklüğünü hesaplarken, portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye akımları ve net hata ve noksan kalemlerini dikkate almaktadır. Kısa vadeli sermaye akımları ise bankaların yurt dışında kullandıkları kısa vadeli krediler, yurt içinde yerleşik bankaların ve bankacılık dışı özel sektörün yurtdışından

<sup>125</sup> Başkaya, Age, s.135.

<sup>126</sup> V. Corbo, N. Hernandez, Macroeconomic Adjustment To Capital Inflows: Lessons From Recent Latin American and East Asian Experience, The World Bank Research Observer, No:1, Vol:11, February, 1996, s.65-85

<sup>127</sup> Gökkaya, Aqm, s.1.

<sup>128</sup> TC Merkez Bankası Para Politikası Raporu, 2005-I, s.28

<sup>129</sup> Boratav, Age, s.246.

kullandıkları kısa vadeli krediler ve yabancıların yurt içinde yerleşik bankalarda tuttıkları kısa vadeli mevduatlardaki değişimleri ifade eder.<sup>130</sup>

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

Yabancı kökenli sıcak para şu şekilde sınıflandırılmaktadır.<sup>131</sup>

- Yabancıların hisse senedi ve kısa vadeli borç senetleri için yaptıkları portföy yatırımları.

- Yerli bankalara açılan kısa vadeli krediler.

- Özel sektöre açılan kısa vadeli krediler.

- Yabancıların yurt içinde açtıkları mevduat hesapları da yabancı kökenli sıcak para kapsamında değerlendirilir.

Yabancılar ve yerleşikler ellerindeki dövizleri çok karlı olduğu için bozdurup, Türk Lirası enstrümanlara yatırması ve risksiz saydıkları bir vade sonunda yeniden dövize dönerek, döviz bazında çok yüksek karlar elde etmektedirler.<sup>132</sup> Bir ülkeye kısa vadeli amaçla girip, elde ettiği karı ülke dışına taşıyan bu tür spekülasyon sermaye akımları özellikle kırılgan ekonomilerde büyük felaketlere ve mali bunalımlara neden olmaktadır.<sup>133</sup> Kazgan'a göre bu akımlar dışarıdan içeriye veya içeriden dışarıya sınır tanımaksızın hareket ederken, ülkenin ekonomisinde de büyük iniş ve çıkışlara neden olmaktadır. Giriş sırasında ekonomi yapay bir biçimde büyürken, finansal stabilizasyonu bozmakta, çıkışı sırasında krizlere yol açmaktadırlar. Bu yüzden sıcak para hareketleri, ülke ekonomileri üzerindeki etkileri bakımından uluslararası finansal sistemin işleyişinde en zayıf halka olarak kabul edilebilir.<sup>134</sup>

Ekonomi politikalarını bu sıcak paraya dayandıran ülkelerin döviz kurları aşırı değerlenmekte, ihracatı azaltıp, ithalatı artırmakta, ekonominin rekabet gücünü azaltmakta ve sonunda milli gelirin düşmesine neden olmaktadır.<sup>135</sup>

Sıcak para hareketlerinin az gelişmiş ülkeler üzerindeki etkilerini inceleyen Gabriel Palma, sıcak para hareketlerinin biri birleriyle etkileşim içinde olduğu çeşitli değişkenlerden

<sup>130</sup> MB Para Politikası Raporu, s. 29-30

<sup>131</sup> Sıcak Para, [http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak\\_para](http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak_para).(E.T:15.10.2006)

<sup>132</sup> Yaman Törüner, Sıcak Para Kazanı Yeniden Isıtılıyor, Akşam, 15.01.2002.

<sup>133</sup> Hasan Sarıçipek, Tobin Vergisi, <http://www.verginet.net/StandartIcerik.aspx?ID=5284>(E.T:12.09.2006)

<sup>134</sup> Kazgan, Age, s.229

<sup>135</sup> Kurdaş, Age, s.203

söz eder.<sup>136</sup> Yazar bu etkileşimi şöyle açıklamaktadır. Portföy yatırımları ve yerli bankalara verilen kısa vadeli kredilerin inanılmaz derecede büyümesi, faizlerin düşmesi, reel döviz kurunun hızlı bir biçimde değerlenmesi, tüketim patlaması, borsa içerisinde yapay büyüme, tasarrufların azalması, cari işlemler dengesinin bozulması, dış borcun büyümesi ve vadesinin kısılması, sonunda krizin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.<sup>137</sup>

Çoğu gelişmekte olan ülkede olduğu gibi ülkeye gelen sıcak para miktarı başlangıçta yapay bir iyileşme oluşturmasına rağmen ülkeyi terk ettiklerinde ekonomilerde büyük tahribata neden olabilmektedirler. Bu gerçeği gerek Latin Amerika ülkelerinde, gerekse Güneydoğu Asya ülkeleri örneklerinde görmek mümkündür.

Leblang'la birlikte 2003 yılında yayınladığı Mahatir Haklı mıydı? adlı çalışmasında sıcak para hareketlerinin 1980–1997 yılları arasında 21 ülkede ekonomik performansını inceleyen Eichengreen'in ulaştığı sonuç, ekonomik çalkantı dönemlerinde sıcak para hareketlerine kısıtlama getiren ülkelerin bunu yapmayanlardan daha yüksek bir performans yakaladığı şeklindedir.<sup>138</sup>

Eichengreen, Türkiye'nin kısa vadeli sermaye hareketlerine sınırlama getirmesinin artık zor olduğunu, piyasaları bozacağını söylerken, Türkiye'nin Malezya'yı değil, Şili'yi örnek alması gerektiğini bildirmektedir.<sup>139</sup> Çünkü Şili modelinde sıcak parayı kontrol altına almak için yabancı yatırımcılara faizsiz bir hesapta karşılık tutma zorunluluğu getirmişti. Bu düzenleme katı bir uygulama değil, uygulanabilirliği olan basit bir vergi işlevi görmektedir.

Eichengreen ve Choudhry'ye göre, sıcak para akımlarının negatif etkilerini önlemek için aşağıda sayılan önlemlere başvurulmalıdır:<sup>140</sup>

- Döviz kuruna daha fazla esneklik tanıma,
- Sermaye hareketlerine sınırlama getirme,
- Denetim sistemini güçlendirip bu konuda yoğunlaşma,
- Merkez Bankasının gelen dövizleri satın alması (sterilizasyon),
- Faizleri düşürerek gevşek para politikası izleme,

<sup>136</sup>Sıcak Para, [http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak\\_para#Kaynak.C3.A7a.\(E.T:02.09.2006\)](http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak_para#Kaynak.C3.A7a.(E.T:02.09.2006))

<sup>137</sup>Palma, Gabriel "The three Routes to Financial Crises: The need for Capital Controls", CEPA Working Paper Series 3, no:18.adlı eser referans gösterilmektedir.

<sup>138</sup>Eichengreen, Agm, s.34

<sup>139</sup> Malezya, Güneydoğu Asya krizinde kısa vadeli sermaye hareketlerini kısıtlamıştır. Malezya, IMF politikalarının aksine faizi düşürmekte, kuru sabitlemektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının kâr transferleri dışındaki sermaye çıkışlarını ya yasaklamakta veya zorlaştırmaktadır. Aslında ortada dikkatle düşünülmüş ve kısa vadeli sermaye hareketlerini zorlaştırırken, uzun vadeli sermaye hareketlerine dokunmayan bir programın yürütüldüğü söylenebilir. Sak, Özatay, Radikal, 22.03.2006

<sup>140</sup>B. Eichengreen ve O.Choudhry, Prepared for the Turkish Central Bank /Center for European Integration Studies Conference on Macroeconomic Policies,for EU Accession, Ankara, 6-7 May, 2005



- Faiz dışı fazlayı artırıp sıkı maliye politikası uygulama,
- IMF ile bir program yapma.

Yazarlar bu sıralamayı yaptıktan sonra bu önlemlerin birçok ülkede uygulanmasına rağmen, sıkı bir maliye politikasının haricinde diğer önlemlerin ya yetersiz veya başka etkiler ortaya çıkardığını söylemektedirler. Son dönemlerde IMF'nin önerileri de bu yöndedir.

Türkiye'de kısa vadeli sermaye girişleri sonucu sıcak paranın getirisi yükselmektedir. 1990–1994 yılları arasında sıcak paranın getirisi ortalama %12'dir. 1995–1999 yılları arasında ise %35,3'tür. 2002–2003 yılları ortalaması alındığında ise sıcak paranın getirisi %50'ye ulaşmıştır.<sup>141</sup> Türkiye yükselen piyasalar içerisinde sıcak para olarak adlandırılan ülkeler içerisinde kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketlerinin getirisinin en yüksek olduğu ülkelerden birisidir. Kazgan'a göre 2002–2003 yıllarında ülkeye giren her 10 Doların 15 Dolar olarak geri çıkışı yaşanmıştır.

Türkiye'de sıcak paranın ne kadar olduğuna dair bir konsensus oluşmamıştır. Bu hesaplamayı yapan taraflar aynı yöntemi uygulamalarına rağmen asıl sorunun nelerin sıcak para kapsamına dâhil edileceğidir. Bir kısmı sadece kısa vadeli sermaye hareketlerini değil, finansal kesimdeki birçok enstrümanı sıcak para kapsamında değerlendirmişlerdir. Bunlar:<sup>142</sup>

- Bankalar da dâhil, özel kesimin döviz pozisyon açıkları sıcak para niteliğindedir.
- Sıcak para kapsamında değerlendirilen, yurt dışında yerleşiklerin portföyündeki hisse senetlerinin önemli bir kısmı yıllardır Türkiye'dedir. Bunların tümü sıcak para kapsamında değerlendirilmeyebilir.

- Yurt içinde yerleşikler tarafından bankalara ve özel finans kurumlarınca açılan YTL ve Döviz Tevdiat Hesapları kriz ortamında ani hareketler sergilediğinden bunları sıcak para kapsamında değerlendirmek gerekir.

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

- Ödemeler Bilânçosunun Net Hata ve Noksan kalemindeki tutarların tümü sıcak para kabul edilmemelidir.

Kayıt dışı sermaye akımlarını temsil eden net hata noksan kalemi hareketlerinin kriz dönemlerindeki tepkisi dikkat çekicidir. Kriz yıllarında kayıt dışı sermaye çıkışının önemli ölçüde arttığı görülmüştür. 1993 yılında net hata noksan kalemi 6 milyar dolar artı bakiye

<sup>141</sup> Kazgan, Age, s.278

<sup>142</sup> Gazi Erçel, Bizdeki Sıcak Para Ne Kadar

verirken, 1994 krizinde 3,6 milyar dolar eksi bakiye vermiştir. Benzer şekilde 1997 yılında 2 milyar dolar artı, 1998 yılında 4 milyar dolar eksi, 2000 yılında 2,8 milyar dolar artı, 2001 yılında ise 12,2 milyar dolar eksi bakiye vermiştir. Net hata noksan kalemiyle temsil edilen kayıt dışı sermayenin kriz dönemlerinde çıkış yönünde hareket ettiği görülmüştür.<sup>143</sup>

Ankara Ticaret Odasının yaptığı bir çalışmaya göre, Türkiye’de sıcak paranın miktarı 88.1 Milyar Dolar olarak tespit edilmiştir. Sıcak para miktarı, 2003’te 15.7 milyar dolar, 2004’te 31.6 milyar dolar, 2005’te 58.1 milyar dolar, 2006 yılında ise 65.4 milyar dolar olarak hesaplanmıştır.<sup>144</sup>

Başka bir çalışmaya göre, 2002 sonunda 8,2 milyar dolar olan yabancıların kısa vadeli sermaye hareketlerinin 2003’te yüzde 93,4’lük artışla 15,9 milyar dolara, 2004’te yüzde 104,1’lik artışla 32,4 milyar dolara, 2005’te yüzde 79,1’lik artışla 58,1 milyar dolara yükseldiği tespit edilmiştir. Buna göre 2006 yılında sıcak paranın büyümesi yüzde 11,9 olarak gerçekleşmiştir. Ancak 65 milyar dolar 290,4 milyar dolarlık milli gelirin yüzde 22’sine denk gelmektedir.<sup>145</sup>

Dolaylı yabancı sermaye kapsamında değerlendirilecek diğer bir fon akım türü de kısa vadeli sermaye hareketleridir. Sıcak para hareketleri ile kısa vadeli sermaye hareketlerini biri birinden ayıran unsurların neler olduğu konusunda kesin bir tanım yapılmamıştır. Merkez Bankası Türkiye için kısa vadeli sermaye akımlarını sıcak para kapsamında değerlendirmektedir. Sermaye hesabının liberalize edilmesinin sonucu olarak ortaya çıkan bu akımlar sermaye akımlarının belirleyicisi olarak görülmektedir.

Ülkelerin çoğu yurt içi finansal liberalizasyonu gerçekleştirdikten sonra sermaye hesabını tedricen libere etmişlerdir. Yakın dönemde yapılan çalışmalar sermaye giriş ve çıkışları ile farklı sermaye türleri arasında önemli bir fark olduğunu ortaya koymuşlardır. Örneğin, kısa ve uzun vadeli sermaye akımlarının liberalize edilmesinin yansımaları da farklı olmaktadır.<sup>146</sup> Son yıllarda sermaye akımlarının çoğu istikrarsız kısa vadeli akımlardır. Spekülatif nitelikli oluşları ters yönde hareket etmelerine neden olmaktadır. Bu yüzden kısa vadeli sermaye hareketleri sürekliliği garanti değil, ama değişkenliği yüksek sermaye akımları olarak değerlendirilir.<sup>147</sup>

<sup>143</sup> SPK, Araştırma Raporu, s.43

<sup>144</sup> [http://www.haber7.com/haber.php?haber\\_id=249750\(ET:21.06.2007\)](http://www.haber7.com/haber.php?haber_id=249750(ET:21.06.2007))

<sup>145</sup> Abdurrahman Yıldırım, Rekor Sıcak Paranın Soğuk Yüzü de Var, Sabah, 22.01.2007

<sup>146</sup> Williamson ve Mahar, Age, s.56

<sup>147</sup> Aslan, Özel Sermaye Akımları, s.63

Etkileri bu kadar geniş olunca, gelişmekte olan ülkelerde en çok tartışılan konulardan birisi kısa vadeli sermaye hareketlerini engelleyen önlemlerin alınmasına yöneliktir. Kısa vadeli sermaye akımları, literatürde bir kısmı liberal, bir kısmı da ihtiyatlı olmak üzere birçok tartışmayı da beraberinde getirmektedir.

Tartışmanın merkezi ise özellikle kısa vadeli sermayenin ülkeden çıkışının engellenmesi ile ilgili noktada düğümlenmektedir. Kumcu'ya göre kısa vadeli sermaye hareketlerine kısıtlama getirme düşüncesi yanlıştır. Çünkü çıkışın engellendiği bir piyasada dolaylı olarak giriş de engellenmiş demektir. Yazara göre kısa vadeli sermaye hareketlerinin serbest olmadığı bir ülkede uzun vadeli sermaye hareketleri de serbest olamaz. Kaldı ki giderek derinleşen ve genişleyen piyasalarda vadeler biri birine karışmıştır. Hangi finansal aracın kısa vadeli, hangisinin uzun vadeli olduğunu belirlemek çok da kolay olamamaktadır. Örneğin otuz yıl vadeli çıkarılmış bir bono ikinci el piyasada işlem görerek kısa vadeli sermayenin etkilerine benzer bir etki oluşturur.<sup>148</sup> Son dönemde IMF'nin yapmış olduğu tespitler de bu düşüncüyü destekler niteliktedir.

Williamson ve Mahar, 34 ülke üzerinde yaptığı ampirik çalışmasında sermaye hesabı kapalı olan ülkeler kısa vadeli sermaye girişlerinin liberalizasyonu için aşağıda sayacağımız koşulların gerçekleşmesi gerektiğini iddia etmişlerdir:<sup>149</sup>

- Sermaye kontrolleri kaldırılmadan en az iki yıl önce ticari liberalizasyonun başlatılması,
- Kontrollerin kaldırılmasına kadar, geçmiş üç yıl içinde mali açığın GSYİH'nın % 5'inden fazla olmaması,
- Deregülasyondan en az iki yıl önce yurt içinde finansal liberalizasyona gidilmeli,
- Deregülasyondan en az iki yıl önce yabancı bankaların bankacılık sektörüne girmesine izin verilmeli,
- Deregülasyondan en az iki yıl önce bankacılık sektöründe kamu mülkiyetinin % 40'ın altına düşürülmesi,
- Etkin bir düzenleme ve denetleme sistemine sahip olunması gerektirir.

#### **2.4. Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri**

Gelişmekte olan ülkelerin yurtdışı tasarrufları kalkınmaları için yetersiz olunca, yabancı tasarrufları kalkınmanın finansmanı olarak görseler de yaşadıkları finansal krizlerde

<sup>148</sup> Ercan Kumcu, Serbest Sermaye Hareketleri İle Yaşamak Zorundayız, Radikal, 17.09.2006

<sup>149</sup> Williamson ve Mahar, Age, s.50

sermaye girişlerinin olumsuz etkilerini kabul etmektedirler. Bu yüzden son yıllarda yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkeler için sağlıklı bir ek finansman kaynağı olup olmadığı ciddi şekilde tartışılmaktadır.<sup>150</sup>

Son yıllarda birçok gelişmekte olan ülkeye sermaye girişi dolayısıyla, söz konusu ülkeler ekonomik büyümelerini bu kaynaklarla finanse etmeye başlamışlardır. Sermaye girişleri gittiği ülkedeki makroekonomik gelişmelerden hem kendileri etkilenmiş hem de söz konusu ekonomilerin makroekonomik gelişmeleri etkilemişlerdir.

1990'lı yıllarda birçok gelişmekte olan ülkenin ekonomik ve mali krizle karşı karşıya kalması, bu ülkelerin uluslararası sermaye hareketlerini serbestleştirilmesiyle aynı döneme rastlamaktadır. Bu bağlamda her iki değişken arasındaki ilişkiyi açıklamak birçok çalışmanın konusunu oluşturmuştur.

Sermaye hareketlerinin enflasyon, büyüme, dış ticaret, döviz kuru, kredi hacmi, firmalar ve bankacılık kesimine olan etkileri dikkate alındığında denetleyici ve düzenleyici önlemlerin alınmadığı ekonomilerde istikrarsızlığa yol açabilmektedir.<sup>151</sup>

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermaye hareketlerinde belirgin bir artış görülmektedir. Ancak söz konusu yabancı sermaye akımlarının gittiği ülkede ekonomik büyümeyi hangi yönde etkilediği konusunda literatürde bir fikir birliği oluşmamıştır. Yapılan teorik ve deneysel çalışmaların bir kısmı bu tür akımların bazı ülkelerde ulusal piyasalardaki dinamiklerin etkisiyle ekonomik büyümeyi artırırken, başka ülkelerde de ekonomik krizlerin nedenleri arasında gösterildiğini ortaya koymaktadır.

Bu yüzden gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerini serbest bırakmaları sıkça tartışılan bir konudur. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini savunanlara göre, serbestleşme sayesinde verimli teknolojiler, yüksek gelirli ülkelere düşük gelirlilere aktarılabilir ve olumlu dış ilişkiler meydana gelecektir. Karşı olanlar ise sermaye hareketlerinin mali krizlere neden olacağı düşüncesidir.<sup>152</sup>

Sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini araştıran çalışmaların bir kısmı sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisini savunurken, bir kısım çalışmalar da ekonomik büyüme ile sermaye hareketleri arasında negatif bir ilişkinin olduğunu ileri sürmektedirler. Diğer bazı çalışmalar ise, gerçekte bu iki değişken arasında her

<sup>150</sup> Muhsin Kar, M.Akif Kara, Muhittin Kaplan, Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Makro Etkileri, [http://www.ksu.edu.tr/data/bilgi/dosyasbe-ornekd/oc.\(E.T:10.09.2006\)](http://www.ksu.edu.tr/data/bilgi/dosyasbe-ornekd/oc.(E.T:10.09.2006))

<sup>151</sup> TCMB, Enflasyon Raporu, 2006-IV, s.17

<sup>152</sup> J.Benson Durham, Foreign Portfolio Investment, Foreign Bank Lending and Economic Growth, International Finance Discussion Papers, No: 750, February, 2003, ss.1-35

hangi bir bağı olmadığını, sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerine etkisinin nötr olduğunu ortaya koymaktadırlar.

Rodrik, (1975–1989) döneminde sermaye hareketlerini 100 ülke üzerinde yaptığı çalışma ile analiz etmiştir. Rodrik, umulanın aksine finansal sermaye hareketleri ile büyüme arasında sanıldığı gibi güçlü bir ilişkinin olmadığını ortaya koymaktadır. Beklentilerin aksine sermaye hareketleri içerisinde, sıcak para hareketlerini sınırlayan ülkeler daha güçlü bir performans gösterdiğini vurgulamıştır.<sup>153</sup> Rodrik'in bu bulgularını destekler nitelikteki çalışmaları başka çalışmalarca da teyit edilmektedir.<sup>154</sup> Moreno, Kaminsk ve Reinhart, Demirgüç-Kunt ve Detragiache tarafından yapılan çalışmalar kısa vadeli akımların ülke ekonomileri üzerindeki olumsuz etkilerinden bahsederek.

Papanek (1973), sermaye akımları içerisinde ayırım yaparak, farklı sermaye türlerinin büyüme üzerindeki etkilerinin de farklı olacağını ortaya koymaktadır. Yazar, doğrudan yabancı yatırımların faydalarından bahsederek, sermaye girişlerinin yurtiçi tasarrufları artırdığı ölçüde ekonomik büyümeye katkı yapacağını ileri sürmektedir.<sup>155</sup>

Mosley (1980), tarafından 1969-1977 yıllarını kapsayan, 83 ülke üzerinde yapılan bir çalışmaya göre sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki negatif çıkmıştır.

Dowling ve Hiemenz'in(1983) çalışmalarına göre sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmıştır. Yazarlara göre uygun para, maliye ve dış ticaret politikalarının varlığı, sermaye akımlarının bu politikaları izleyen ülkelere yönelmesini sağlamaktadır.<sup>156</sup>

Durham 1977–2000 yıllarını kapsayan 88 ülkenin verilerini kullanarak yaptığı ampirik çalışmasında doğrudan yabancı yatırımlarının aksine, portföy ve diğer yabancı yatırımların ilgili ülkelerin ekonomik büyümesine hiçbir katkı yapmayıp, aksine olumsuz etki

<sup>153</sup>D.Rodrik, Globalization, Social Conflict and Economic Growth, October,1997,ss.1-21  
<http://www.unctad.org/en/docs/prebisch8th.en.pdf> (ET: 23.12.2007)

<sup>154</sup>Demirgüç Kunt, Ashlı ve Detragiache, Enrika, Financial Liberalization and Financial Fragility, Annual Bank Conference on Development Economics, World Bank, Washington D.C; Kaminsky Gale ve Reinhart Carl, Banking and Balance of Payments Crises:Models and Evidence , Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve, 1996 ve Moreno R, What Explains Capital Flows, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2000

<sup>155</sup>Gustav Papanek, Aid, Foreign Private Investment, Savings and Growth in Less Developed Countries, Journal of Political Economy, Vol 81,No: 1, 1973, ss.12-130

<sup>156</sup>Dowling, Jr. John, Malcolm,ve Ulrich Hiemenz, "Aid, Savings and Growth in the Asian Region", The Developing Economies, Vol 21, No:1, 1983, ss.3-13

yaptığını ortaya koymaktadır. Durham'a göre portföy yatırımlarının olumsuz etkilerini azaltmada, gittiği ülkedeki ekonomik ve yasal koşullar önemlidir.<sup>157</sup>

Bekaert (1998) ve Harvey (2000), portföy yatırımlarının gittiği ülkede makroekonomik koşulları olumlu etkilediğini ileri sürmüşse de daha sonra yaptıkları çalışmada daha ziyade doğrudan yabancı yatırımların faydalarından bahsetmektedirler. Yazarlara göre, doğrudan yabancı yatırımlar gittikleri ülkelere teknoloji ve yönetim deneyimlerini de götürmekte ve ev sahibi ülkede uzun süre kalma eğilimi taşımaktadırlar.<sup>158</sup>

Rodrik ve Velasco'da Papanek'in görüşlerine paralel olarak, sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye etkisinin, gelen sermayenin türüne göre farklılık arz edeceğini söylerler.<sup>159</sup>

Razin, Sadka ve Yuen, asimetrik verilerle geliştirdikleri modelde doğrudan yabancı yatırımların büyümeye olan etkisinin, pozitif ya da negatif olabileceğini ortaya koymuştur.<sup>160</sup>

Fisher ise sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu söylerken, Bhagwati(1998), yaptığı ampirik çalışma sonucunda finansal liberalleşme sürecine bağlı olarak, sermaye hareketlerinin ekonomik krizlere neden olduğu sonucuna varmıştır.<sup>161</sup>

McLean ve Shrestha (2002), doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye olumlu katkı yaparken, uluslararası finansal bütünleşmenin ekonomik büyümeyi artırdığı ve diğer yabancı yatırımlar başlığı altında değerlendirdiğimiz ticari kredilerin büyümeyi olumsuz yönde etkilediğini ileri sürmüşlerdir.<sup>162</sup>

Durham'a (2003) göre yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin olumlu ya da olumsuz olması büyük ölçüde gittiği ülkenin, yabancı sermayeyi mali ve kurumsal olarak içselleştirebilmesine bağlıdır. Örneğin Blomstrom ve diğerleri (1994), Borensztein ve diğerleri(1998) tarafından belirtildiği gibi yatırım yapılan ülkenin kalkınma ve dışa açıklık düzeyi sermaye hareketlerinin başarısını artıracaktır.

<sup>157</sup> Durham, Agm, s.4

<sup>158</sup> G. Bekaert, C. Harvey, Capital Flows and the Behaviour of Emerging Market Equity Returns, NBER Working Paper Series, 1998, No: 6669

<sup>159</sup> Rodrik D, Valesco A, Short Term Capital Flows, NBER, Working Paper Series, No:7364, Eylül 1999

<sup>160</sup> A.Razin, E Sadka, C W. Yuen, Excessive FDI Flows Under Asymmetric Information, Nber Working Papers Series, No:7400, October. 1999, s.1-34 ve Bhagwati J, The capital myth; The Difference Between Trade in Widgets and Dollars, Foreign Affairs, (77), 1998, s.7-12

<sup>161</sup> S Fisher, On the Need for an International Lender of Last Resort, Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, 13(4), 1999, s.85-104

<sup>162</sup> McLean B ve Shrestha, S, International Financial Liberalization and Economic Growth, Research Discussion Paper, 2002, s.1-27, <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2002-03.pdf> (E.T:20.03.2008)

Yabancı sermayeyi çekmede ev sahibi ülkenin masnetme kapasitesini yakalayan başlangıç şartları, ekonomik gelişme seviyesi, mevcut beşeri sermaye gelişimi, ticaret politikası, iktisadi büyüme oranı, yasal düzenlemeler ve genel hükümet politikasını içermektedir. Durham'a göre yukarıda sayılan şartlar oluşmadığında doğrudan yabancı yatırımların faydası yetersiz kalmaktadır ve bu yüzden ev sahibi ülkeler doğrudan yabancı sermayeden faydalanmak için yeterli çekici kapasiteye ulaşmaları gerekmektedir. Gerekli başlangıç şartlarını oluşturmakta zorluk çekebilecek gelişmekte olan ülkeler için bu sonuç kötümser olmaktadır.<sup>163</sup>

Waheed,(2004) literatürde yapılan çalışmalara bakıldığında, yabancı sermaye yatırımlarının gerek bütün olarak ve gerekse ayrı ayrı incelendiğinde, genellikle ekonomik büyümeye pozitif katkı yaptığını söylemektedir.<sup>164</sup>

Dünya Bankasının yaptığı bir çalışmaya göre de, sermaye akımlarının ülke içerisinde faktör verimliliğini ve sermaye birikimini artırdığı takdirde ekonomik büyümeyi pozitif etkileyeceği, sermaye girişinin yaşandığı ülkelerde bürokratik engeller, altyapı yetersizliği gibi nedenlerden dolayı sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyeceği ileri sürülmektedir.<sup>165</sup>

## **2.5. Sermaye Hareketlerinin Diğer Ekonomik Etkileri**

### **2.5.1. Faiz oranları ve döviz kuruna etkisi**

Teorik olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerindeki artış, iç piyasada likidite bolluğu yaratarak, faiz oranlarının düşmesine yol açması beklenirken bu beklenti gerçekleşmemektedir.<sup>166</sup> Yentürk'e göre faiz oranlarının düşmemesinin nedeni, gelen akımların reel sektöre yönelmek yerine spekülative alanlara yönelmesinden kaynaklanmaktadır. Yani sermaye hareketleri beklenenin aksine birçok ülkede yatırımları finanse etmek yerine spekülative kazançlara yönelmektedir. Neoklasik teorinin öngördüğü "sermaye hareketleri getirisi düşük olan ülkeden, getirisi yüksek olan ülkeye yönelerek her iki piyasada getiri farkı ortadan kalkıncaya kadar devam eder", önermesi gerçekleşmemektedir. Diğer yandan sermaye akımlarının gittiği ülkede dolarizasyonu artırması para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Bu durum ulusal paraya olan güveni azaltmakta ve faiz oranlarını

<sup>163</sup> Durham, Agm, s.3

<sup>164</sup> Waheed Abdul, "Foreign Capital Inflows and Economic Growth of Developing Countries:A Critical Survey of Selected Empirical Studies", Journal of Economic Cooperation, 2004, ss.1-35

<sup>165</sup> World Bank Lending Instruments,Resources for Development Impact, Temmuz 2001, s.3-28

<sup>166</sup>Uzunoğlu, Alkin ve Gürlesel, Agm, s.71

yükseltmektedir. Faiz oranlarının yükselmesi ise yatırımları caydırıcı etki ortaya çıkarmaktadır. Yüksek faiz oranları ve değerli döviz kuru gelen sermayeye arbitraj<sup>167</sup> alanı oluşturmakta ve yatırımları negatif yönde etkilemektedir.<sup>168</sup>

Ekonomi politikalarını yürütenlerin amacı para arzını kısıp, faiz oranları yükseltilerek harcamaların kısılmasını sağlayarak ekonomide makro denge sağlamaktır. Ancak sermaye akımlarının serbestleştiği bir ortamda bu durumun gerçekleşmesi mümkün olamamaktadır. Çünkü yüksek faiz hadleri yurtdışından yurtiçine doğru fon girişi sağlamakta, bu durum para arzını genişleterek faiz haddini düşürmektedir. Dolayısıyla harcamaları kısma politikası etkinsizleşmektedir. Ekonomiyi genişletmek üzere düşürülen faiz hadleri ise fonların yurt dışına çıkmasına neden olmaktadır.<sup>169</sup>

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

Sermaye akımlarının yaşandığı ülkelerde uygulanan döviz kuru sistemi ister dalgalı, ister sabit olsun, gittiği ülkede döviz bolluğu oluşturarak o ülkenin ulusal parasını değerlendirir. Döviz kurundaki bu değer kaybı dış ticaret dengesini ülke aleyhine bozmakta, bu bozulma yüksek faiz düşük kur sisteminin çekiciliği artırmakta, sermaye hareketleri dış ticaret ve cari işlemler açığının finansmanında kullanılmaktadır.<sup>170</sup>

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

<sup>167</sup> Döviz piyasasında ya da ülkeler arasındaki faiz oranlarındaki farktan yararlanmak üzere, bir dövizin veya menkul kıymetin ucuz olduğu piyasadaki alınıp, pahalı olduğu piyasada satılarak kar edilmesi arbitraj olarak bilinir. Örneğin New York'ta 1 Euro 1.40 Dolar'dan işlem görürken, Londra'da 1 Euro 1.60 Dolar'dan görüyorsa, arbitraj getirisi sağlamak isteyen yatırımcılar New York'ta Dolar karşılığında Euro satın alır ve bu Euro'ları Londra'da satarlar. Her iki piyasadaki getiri farkı ortadan kalkıncaya kadar, bu işlem devam eder.

<sup>168</sup> Nurhan Yentürk, Finansal Sermaye Akımlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkileri, Körlerin Yürüyüşü, Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler, Agm, s.159-161

<sup>169</sup> Ardiç, Age, s.38

<sup>170</sup> Uzunoğlu, Alkin ve Gürlesel, Agm, s.73.



### 2.5.2. Bankacılık sektörüne etkileri

Sermaye girişlerinin bankacılık sektörü üzerinde iki önemli etkiye sahip olduğu savunulmaktadır.<sup>171</sup>Bu etkilerden ilki, yüksek getirili bonoların satılarak dövizde yönelmek suretiyle kredi hacminin genişlemesi, diğeri ise banka varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki uyumsuzluğun sonucu olarak, kırılabilirliğin artmasıdır.

Chang ve Valesco, finansal sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sonucunda ulusal bankalar yurt dışı piyasalardan döviz cinsinden borçlanarak kredi hacimlerini genişletmekte, ancak verdiği krediler ulusal para cinsinden yapılırken, yükümlülüklerinin döviz cinsinden olması banka bilançolarının bozulmasına ve kur riskine maruz kalmalarına neden olacağını vurgulamaktadırlar.<sup>172</sup>Düşük döviz kuru bankaların yurt dışından borçlanmasına ve yurt içi kredilerini artırmasına neden olurken, dövizde olan talebin yükseldiği dönemlerde açık pozisyonla çalışan bankalar riskten korunmak için (hedge) döviz talep etmeleri banka krizlerinin ortaya çıkmasının nedenlerinden sayılır. Döviz kurunda yukarı doğru hareketlenme meydana geldiğinde, yabancı para cinsinden döviz borcu olan bankaların dövizde yönelmeleri kuru daha da yükseltmektedir.

Bankaların yabancı para cinsinden fon toplamaları ve kredi kullandırmaları gibi işlemler döviz kurlarındaki değişimler karşısında riskli olmaktadır. Sadece bilanço kalemlerinden ibaret olmayan nazım hesaplarında gösterilen ve bilanço dışı kalemleri de içeren yabancı para cinsinden alacak ve borçlarının net miktarı bankanın açık pozisyonunu gösterir.<sup>173</sup>

Sermaye akımlarının yaşandığı ülkelerde bankalarca yurtdışı piyasalardan temin edilen krediler borç verilebilir fon miktarını yükselterek, yurtiçinde konut kredisi, taşıt kredisi ve tüketici kredilerinin hacmini artırmaktadır. Bankaların kredi kullandırmada daha esnek hareket etmesi, tahsili geçmiş alacak miktarını yükselmekte, borçların geri dönüşüm oranını düşürmektedir. Diğer yandan yüksek kamu açığının yaşandığı ülkelerde yüksek faiz, bankaları kamuya borç vermede motive edici bir unsur olmakta, bankalar asli fonksiyonlarının dışına çıkarak ekonomide kaynak dağılımı bozulmaktadır.<sup>174</sup>Bankacılık sektöründeki bu dönüşüm süreci doğal olarak finansal sistemde kırılabilirliğe yol açmaktadır.

<sup>171</sup> Samih Güven, Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 185, Ağustos 2001, s.94

<sup>172</sup>Chang R, Valesco A, Financial Crises in Emerging Markets, A Canonical Model, NBER Working Paper, 1998, s.1-50

<sup>173</sup> Cafer Kaplan, Bankacılık Kesiminin Yabancı Para Pozisyon Açığı:Türkiye Örneği, TCMB Yayınları,2002, s.6.

<sup>174</sup> Yentürk, Age, s.162

Özellikle kamu harcamalarının önemli bir bölümü iç borç ile finanse ediliyorsa, bankalar geleneksel fonksiyonlarını bir tarafa bırakıp, kamuyu fonlayan bir mekanizmaya dönüşmektedir.<sup>175</sup>

Sermaye girişleri sonucu, parasal otorite denetiminin zayıf olduğu gelişmekte olan ülkelerde özel bankaların varlıkları ile alacakları arasında vade yönünden uyumsuzluk görülürken, açık pozisyon ile çalışmak bankalar için adeta olağan bir durum olarak görülmektedir. Bankalar açısından açık pozisyonun anlamı, kredi stokundaki büyümenin mevduattaki büyümeden daha fazla olmasıdır. Bu şekilde ortaya çıkan kredi genişlemesi özel tüketimde genişlemeyi teşvik etmektedir.<sup>176</sup>

Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin önemli bir kısmı bankalar aracılığıyla ekonominin diğer ünitelerine aktarılmaktadır. Bankalar gerek yabancılardan elde ettikleri, gerekse Döviz Tevdiat Hesaplarında topladıkları dövizleri Merkez Bankasına satarak YTL likidite temin etmektedirler. Merkez Bankası ise döviz alımı sonucu piyasaya verdiği likiditeyi amaçlanan para politikası çerçevesinde sterilize<sup>177</sup> etmek zorunda kalmaktadır. Bu durum faizlerin yükselmesine ve yeni yabancı fonların girişine ortam hazırlamaktadır.<sup>178</sup>

### 2.5.3. Kamu açıklarına etkisi

Kamu kesiminin sürekli artan açıkları yüksek finansman maliyetini ortaya çıkarmakta, yalnız bu kesimi tahrip etmekle kalmayıp, özel kesimin de üretkenliğini ve rekabet gücünü ortadan kaldırmaktadır. Sürekli yükselen finansman maliyetleri sayesinde kamu kesimi adeta ponzifinansmana<sup>179</sup> yönelerek, bütçe disiplini kaybetmektedir.<sup>180</sup>

Yabancı sermaye akımlarının ülkeye girişi ile, iç piyasadaki likidite artışı, kamu harcamalarının kolayca finanse edilmesini sağlayarak, bu harcamaların artmasına neden olmaktadır.<sup>181</sup> Örneğin, Türkiye'de 1990 yılından sonra bütçe açıkları normalin üstünde artış

<sup>175</sup> Çolak, Ardor ve Tunçay, Aqm, s.708

<sup>176</sup> Kepenek, Yentürk, Age, s.221

<sup>177</sup> Net dış varlıklardaki artış para arzının genişlemesine neden olmaktadır. Sterilizasyon ise para arzındaki artışı absorbe etmeyi amaçlayan aktif bir politikadır. Merkez Bankaları para arzındaki artışın enflasyona etkisini dikkate alarak APİ ile bu yola başvurur.

<sup>178</sup> Yentürk, Age, s.110

<sup>179</sup> Bu finansman yönteminde borç alınan fonlar, herhangi bir yatırıma yönlendirilmeden daha önce alınan borçların ödenmesinde kullanılmaktadır. Dolayısıyla fonu talep edenler istemeyerek de olsa faizleri yükseltmek durumunda kalmaktadırlar. Faizleri yükseltmenin de nihai bir sınırı olduğuna göre, belirli bir süre sonra sistem sürdürülemez bir hal almaktadır, Ali İhsan Karacan, Bankacılık ve Kriz, Finans Dünyası Yayınları, No:1

<sup>180</sup> Alp, Age, s.249

<sup>181</sup> E Balkan, F.G.Biçer ve E Yeldan, Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy, International Development Economics Associates session at METU International Conference on Economics, Ankara, 2002, s.3

göstermesine rağmen, yabancı sermaye akımlarının, özellikle kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeye girişi sonucu, kamu harcamalarının finansmanı sorun olarak algılanamamış, açıkları azaltma yönünde önlem alınmadığı gözlenmiştir. Kamunun yüksek seviyedeki borçluluk düzeyi, bu açıklarını finanse edebilmesi için mali kesime teklif ettiği getirinin yüksek olması, kamuya borç verme hevesini artırmaktadır.

Sermaye girişlerinin yaşandığı ülkelerde uygulanan maliye politikasının önemi daha da artmaktadır. Sermaye girişlerinden beklenen fayda uygulanan sıkı maliye politikasının başarısına bağlıdır. Yurtdışından gelen sermayenin ülkede tutulmasının önemli bir koşulu olan yüksek faizler kamunun iç borç yükünü artırmaktadır.<sup>182</sup>

Spekülatif amaçlı kısa vadeli sermaye girişleri, yüksek faiz-düşük kur sarmalı oluştururken, kamunun borç alma hevesini artırmakta, borcun faiz ödemeleri kamunun transfer harcamalarını yükseltmektedir. Bu durum kamu bütçesi içerisinde yatırıma ayrılacak fonların azalmasına neden olmaktadır.<sup>183</sup> Kamuda iç borçların finansmanında gerekli kaynağın teminindeki güçlükler, iç borcun maliyetinin yüksek oluşu, kaynak ihtiyacının temini için dış piyasalara yönelmeyi gerektirmiş, bu fonun temini de düşük kur yüksek faiz sürecini hızlandırmıştır.<sup>184</sup> Yüksek borçluluk gelişmiş ülkelerde önemli bir sorun oluşturmasa da gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin derinleşmesine neden olmaktadır. Her ne kadar Maastricht ekonomik kriterlerine göre optimum sınır %60 olarak kabul edilse bile, söz konusu ülkelerin borçlanma olanaklarının sınırlılığı bu oranın bile yüksek olduğu iddia edilebilir.

Söz konusu ülkelerde kamu açıklarının ekonomideki dengeleri bozmaması için faiz dışı bütçe fazlası oluşturulması zorunluluk halini almaktadır. Bu durum kamu yatırımlarının azalmasına yol açmaktadır.<sup>185</sup>

#### **2.5.4. Tüketim harcamalarına etkisi**

Sermaye girişlerindeki artış, tüketimi ve cari açığı artırdığından yurtiçi tasarrufların düşmesine neden olmaktadır. Daha önce açıklandığı üzere, yabancı sermaye akımlarının yöneldiği ülkelerde görülen en belirgin özellik, gittiği ülkenin ulusal parasının değerini yükseltmesidir. Bu durum tüketim malları ithalatının genişlemesine neden olmaktadır. Ulusal paradaki aşırı değerlenme, yurtiçinde üretilen malları dış piyasalar için pahalı hale getirirken, yurt dışı malları ucuzlatmaktadır.

<sup>182</sup> Uzunoğlu, Alkin ve Gürlelel, Agm, s.67

<sup>183</sup> Yentürk, Age, s.162-163

<sup>184</sup> Ercan Enç, Gazi Üniversitesi, İİBF Dergisi, Cilt 3, Sayı 2, 2001, Ankara, s.31

<sup>185</sup> Yentürk, Age, s.133

Öte yandan, sermaye girişleri bankaların borç verilebilir fonların hacmini artırması nedeniyle, kredi stokundaki artış, tüketim patlamasına yol açmaktadır. Sonuçta sermaye girişleri hem yurtiçi hem de yurtdışı olmak üzere, her iki kanaldan da tüketimi artırıcı etki ortaya koymaktadır.

Yerli paranın reel olarak değerlendirilmesi, gelişmekte olan ülkelerin dışa dönük büyüme ve ihracatı artırma çabaları ile çelişmekte, dış finansal serbestlik ile ihracatı geliştirme uygulamaları taban-tabana zıtlık oluşturmaktadır.

Sermaye hareketlerinin yaşandığı ülkelerde düşük kur-yüksek faiz olgusunun sonucu olarak bankaların verdiği krediler ağırlıklı olarak tüketici ve gayrimenkul kredilerinde yoğunlaşmakta, reel yatırımlara yönlendirilmemektedir. Gelen sermaye ticarete konu olmayan sektörlerle yönelmekte, hizmet sektörünün büyümesine neden olmaktadır. Son dönemlerde Türkiye'ye gelen yabancı fonların hizmetler sektörüne yönelmesi bu iddiayı desteklemektedir.<sup>186</sup>

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

Yoğun sermaye girişi gelişmekte olan ülkelerde iç talebi artırıcı etki yaptığından, kredi artışının körüklediği iç talep artışı bazı ülkelerde yatırımlar lehine bir durum ortaya çıkarsa da, bu artış ticarete konu olmayan sektörlerin lehine yaşandığı söylenebilir.<sup>187</sup>

### **2.5.5. Dış ticaret üzerindeki etkileri**

Yabancı sermaye yatırımlarının hangi türü olursa olsun, ev sahibi ülkenin dış ticaretini etkilemektedir. İşgücü verimliliğine, ücret dengesine, ihracatta sağlanan teşviklere duyarlı olan doğrudan yabancı yatırımların, dış ticaret dengesi açısından ihracatı artırıcı özelliğinden dolayı, gittiği ülke ekonomisine katkısı olduğu söylenebilir.<sup>188</sup>

Bütün dünyada olduğu gibi, 1980 yılı sonrasında Türkiye'de de ekonomik anlamda yaşanan yapısal değişiklik, gerek yabancı sermaye ile ilgili, gerekse dış ticaret ile ilgili önemli politika değişiklikleri yaşanmıştır.

<sup>186</sup> Yentürk, Age, s.162

<sup>187</sup> Yentürk, Age, s.164

<sup>188</sup> Göver, Agm, s.37

Türkiye’de 1980 yılından itibaren uygulanan dışa açık büyüme politikalarının sonucunda, ihracat 1980 yılındaki 2,9 milyar dolar seviyesinden, yaklaşık on kat artarak, 2000 yılında 27,8 milyar dolara ulaşmıştır.<sup>189</sup> 2006 yılında 85 milyar dolara, 2007 yılında ise 100 milyar doları geçmiştir. İhracatın GSMH içindeki payı yüzde 5’lerden yüzde 14’lere, dünya ticaretindeki payı yüzde 0,15’lerden yüzde 0,50’lere ulaşmış, ürün ve ülke yelpazesi de genişlemiştir.<sup>190</sup> Yine bu dönemde ihracat ile ilgili bürokratik engeller büyük ölçüde azaltılmıştır. Dış ticaret rejiminin liberalleştirilmesi 1983 yılından sonra artan bir hızla sürdürülmüş, ihracat rejimi değiştirilerek, ihracat serbestisi prensibi getirilmiştir. 1990 yılında Kambiyo Rejimi daha da liberalleştirilerek Türk Lirasının konvertibilite özellikleri güçlendirilmiş ve 32 sayılı Karar’da yapılan değişiklikle, TL ile ihracat ve ithalat serbest bırakılmıştır.<sup>191</sup> Böylece 1980 yılından sonra dış ticarete uygulanan kademeli serbestleşme ile finansal liberalleşmenin önemli bir bölümü de gerçekleşmiş olmaktadır.

Ekonomik büyüme hızı ile cari işlemler açığı arasında yakın etkileşim söz konusudur. Ekonominin büyüdüğü dönemlerde hem ara malları ithalatında hem de yatırım malları ithalatında önemli ölçüde artış görülmüştür. Özatay’a göre ekonominin daraldığı, ya da büyüme hızının düştüğü yıllarda cari işlemler hesabının fazla verdiği gözlemlenmiştir. Yazara göre Türkiye’de büyüme ile ithalat arasında yakın ilişki hem kısa dönemde hem de uzun dönemde çeşitli çalışmalarla da desteklenmektedir.<sup>192</sup>

**Tablo:2. 3: Türkiye’de Cari Açık ve Dış Ticaret Açığı**

| DÖNEM     | CARİ AÇIK/GSYH | DIŞ TİCARET AÇIĞI/GSYİH | FARK |
|-----------|----------------|-------------------------|------|
| 1987–2005 | -3.37          | -5.62                   | 2,25 |
| 1987–1991 | -1.96          | -4.02                   | 2.06 |
| 1992–2000 | -4.33          | -5.87                   | 1.54 |
| 2001–2005 | -3.05          | -6.67                   | 3.72 |
| 2007      | -7.5           | -9.7                    | 2.2  |

Hasan Ersel, Tasarruf Yatırım ve Cari Açık, Refarans, 09.10.2006

<sup>189</sup> <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/strateji/I-2.htm>.(E.T:08.05.2005)

<sup>190</sup> Altun ve Mutan, Age, s.30

<sup>191</sup> Türkiye’de Kambiyo mevzuatı dahili ve harici mevzuat olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Dahili mevzuat,32 sayılı karar, bu karara ilişkin çıkarılan tebliğ ve yönetmelikler ile Merkez Bankası genelgelerinden oluşmaktadır. Harici mevzuat ise Uluslar arası Ticaret Odasının yayınlamış olduğu tebliğlerden ve uluslar arası anlaşmalardan oluşur. Uluslararası Ticaret Odası da 1923’de kurulmuştur. Dünyanın önde gelen hakemlik kuruluşudur.

<sup>192</sup> Fatih Özatay, Cari İşlemler Dengesine İlişkin İki Yapısal Sorun ve Mikro Reform Gereği, Uluslar arası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları Dergisi, Yıl, 1, Sayı, 1.2006, s.38-50

Tabloda görüleceği üzere, Türkiye 1987- 2005 arasındaki 19 yılın ortalaması olarak GSYİH'sının % 3.37'si oranında cari açık vermiştir. Tüm bu dönem içinde cari fazla verdiği yıl sayısı ise sadece üç yıldır. Bunlar da 1988, 1994 ve 2001 yılları, sırasıyla artan şiddette ekonomik krizin yaşandığı yıllardır. Sermaye hareketlerini serbestleştirdikten sonraki dönemde cari açığın GSYİH'ya oranı, önceki dönemlerden daha yüksek seyretmektedir. Bunun anlamı sermaye hareketleri serbestleştikten sonra yabancı tasarrufların kullanımı artmaktadır.<sup>193</sup>Yentürk ve Ülengin tarafından yapılan bir çalışma bu sonucu destekler niteliktedir.<sup>194</sup>

### 2.5.6. Sermaye piyasalarına etkileri

Finansal ya da mali piyasa, para piyasası ve sermaye piyasası olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir. Para piyasasında kısa vadeli fon arz ve talebi bir araya gelmektedir. Bu piyasalarda vade genellikle bir yılı aşmaz. Başlıca araçları ise, para, döviz, repo-ters repo ve vadesi bir yıla kadar olan menkul kıymetlerdir. Sermaye piyasası ise orta ve uzun vadeli fon arzı ve talebinin karşılaştığı piyasalardır. Araçları ise, hisse senedi, tahvil, hazine bonusu ve finansman bonusu gibi menkul kıymetlerdir.<sup>195</sup>

Yabancı yatırımcılar bir ülkenin sermaye piyasasında yatırımcı tabanının genişlemesinin yanı sıra, sermaye akışının sağlanmasında önemli bir kaynaktır. Yabancı yatırımcıların varlığı bir ülkede sermaye piyasasına duyulan güvenin bir göstergesi olarak da algılanabilir. Türk Lirası'nın tam konvertibil bir para olmasından sonra, yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcıların IMKB'de menkul kıymet alım satımını serbest bırakan bir politika izlenmiştir. Türk menkul kıymetleri üzerine yabancı portföy yatırımcılarının mali işlemlerine hiçbir sınırlama getirilmemiştir. 32 sayılı Karar ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kote olan menkul kıymetler üzerinde işlem yapmak isteyen yabancı kurumsal ve bireysel yatırımcılara getirilmiş olan bütün sınırlamalar kaldırılmıştır. Bu düzenlemeyle, Türk hisse senetleri ve tahvil piyasaları, sermayenin ve kârların yurtdışına çıkarılmasına hiçbir engel getirilmeksizin yabancı yatırımcılara açık hale gelmiştir.<sup>196</sup>

Türkiye'de kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışı, işlem hacminin büyüklüğü karşısında ulusal mali piyasaların göstergeleri bağımsızlığını yitirmekte, kendine özgü gelişim imkanları

<sup>193</sup> Hasan Ersel, Tasarruf Yatırım ve Cari Açık, Referans, 09.10.2006

<sup>194</sup> Nurhan Yentürk, Burç Ülengin, Yurtiçine Sermaye Akışının Derneşik Harcama Kategorileri Üzerindeki Etkileri:Türkiye Örneği, s.226

<sup>195</sup> Para ve Sermaye Piyasasının Vergilendirilmesi, Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, s.18

<sup>196</sup> Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları, <http://www.imkb.gov.tr/uyeler/portfoy.htm>,(E.T:20.10.2006)

ortadan kalkmaktadır. Örneğin Türkiye’de IMKB endekslerinin gelişim seyri incelendiğinde borsadaki dalgalanmalarla, spekülasyon kısa vadeli sermaye girişinin hacmi arasında yakın bir korelasyon olduğu görülür. IMKB’de gözlenen bu işlem artışı reel üretimden kaynaklanmayıp, doğrudan doğruya dış kaynaklı spekülasyon hareketlere bağlı bir görünüm arz eder.<sup>197</sup> 2001 yılı finansal krizi sonrası dönemde portföy yatırımlarının daha önceki yıllarda gözlemlenmeyen ölçüde büyüdüğü görülmektedir.

Türkiye’nin makro ekonomik dengelerindeki iyileşme, AB ile üyelik görüşmelerinin devamı ve IMF ilişkilerinin normal seviyesinde ilerlemesi uluslararası piyasalarda Türkiye’ye güveni artırmış, artan güven ortamında hazine rahat borçlanabilir konuma gelmiştir. Eurobond alımlarındaki 2001 sonrası dönemdeki artışları bu bakış açısı ile değerlendirmek gerekir. 2003–2005 yılları arasında yabancıların hisse senetlerine olan ilgisi oldukça yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. 2003 yılında 900 milyon dolar net alımda bulunan yabancılar 2004 yılında 1,4 milyar dolar, 2005 yılında ise 5,7 milyar dolarlık net alımda bulunmuşlardır.<sup>198</sup> Ancak 2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında yaşanan finansal türbülansla birlikte yabancıların hisse senedi net alımlarının 2005 yılına göre önemli oranda gerilediği görülmektedir.

1999 yılında 15.358 dolar olan yabancıların saklama bakiyeleri 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik krizin etkisiyle azalmaya başlamış, ekonomide düzelmelerin sağlanmasıyla 2003 yılından itibaren artış göstermiştir. Saklama bakiyelerinin artması yeni sermaye girişinden kaynaklanmaktadır. 2005 yılı itibarı ile yabancılar 16.141 milyar dolar portföy tutarı ile başlamış, yıl sonunda 33.8 milyar dolar portföy değerine ulaşmışlardır. Bu tutarın bileşimine baktığımızda, 5.8 milyar dolarlık kısmı yabancıların 2005 yılı içerisindeki yatırım tutarını, 11.9 milyar dolarlık kısmı ise portföy değerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. 16.141 milyar dolarlık tutar ise yabancıların dönem başı portföy tutarını oluşturmaktadır.<sup>199</sup> Diğer önemli bir gelişme de 2000, 2001, 2002 kriz yıllarında yabancı yatırımcının zarar ettiği yönündeki yapılan tespittir.

---

<sup>197</sup> Yeldan, Age, s.139

<sup>198</sup> Türkiye Sermaye Piyasası 2005 Yılı Raporu, s.28

<sup>199</sup> Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, TSPAKB, s.145

**Tablo 2.4:** Türkiye’de Yabancı Yatırımların Ortalama Vadesi:1999–2005

| Yıllar | Ortalama Portföy Büyüklüğü(Milyar Dolar) | İşlem Hacmi (Milyar Dolar) | Devir Hızı | Ort. Elde Tutma Süresi(Gün) |
|--------|--|----------------------------|------------|-----------------------------|
| 1999   | 6.927                                    | 17.879                     | 2.58       | 283                         |
| 2000   | 11.440                                   | 33.410                     | 2.92       | 250                         |
| 2001   | 4.849                                    | 12.139                     | 2.50       | 292                         |
| 2002   | 4.265                                    | 12.869                     | 3.02       | 242                         |
| 2003   | 5.069                                    | 17.334                     | 3.42       | 213                         |
| 2004   | 10.603                                   | 37.368                     | 3.52       | 207                         |
| 2005   | 22.354                                   | 83.275                     | 3.73       | 196                         |

**Kaynak:** Türkiye Sermaye Piyasası Raporu,TSPAKB, s.150

Yukarıdaki Tablo 2.4’de görüleceği üzere, yabancı yatırımcıların ortalama yatırım vadesi incelendiğinde, hisse senetlerini ellerinde tutma süreleri yıllar itibariyle giderek kısalmıştır. Tabloya göre,1999 yılından itibaren bu sürenin giderek azaldığı görülmektedir. Örneğin,1999 yılında 283 gün olan ortalama elde tutma süresinin 2005 yılında 196 güne gerilediği görülmektedir.

Yabancı yatırımcılar daha fazla işlem hacmini tercih ettiklerinden yatırımların ortalama vadesi kısalmıştır. 2000–2001 yılları ekonomide krizlerin yaşandığı yıllar olması nedeniyle bu durumu olağan kabul etmek gerekir.

Ancak 2003 yılından itibaren portföy yatırımlarındaki artışa rağmen, yabancıların elde tutma sürelerini kısaltmaları takip eden yıllarda da devam etmiştir. Böyle bir durum Türk sermaye piyasalarındaki yüzeyselleşmenin bir sonucu olarak açıklanabilir.

Yabancıların işlem hacimleri artarken, hisse senedi devrinin yükseldiğini ve uzun süreli hisseleri elde tutma yerine daha kısa vadelerle hareket ettikleri görülmektedir. Örneğin 1999 yılında 2.58 olan devir hızı, 2005 yılında 3.73’e yükselmiştir.

Bu durum gelişmekte olan ülkelere ve özellikle Türkiye’ye son yıllarda yönelen küçük ve orta ölçekli fonların gelişmeler karşısında hızlı tepki verdiklerini ve hisse senedi alım ve satım kararlarını verirken sürü psikolojisi ile hareket ettiklerini göstermektedir.



## 2.6. Türkiye’de Yabancı Sermaye Hareketleri

Türkiye’ye gelen uluslararası sermaye hareketlerinin etkilerini inceleyen önemli bir literatürün oluştuğu söylenebilir.

“Boratav Yeldan ve Köse”, “Brotav,”, “Akyüz ve Boratav”, “Ertuğrul ve Selçuk”, “Uygur, Yentürk”, “Çimenoğlu ve Yentürk”, Yenal, Özatay, Sak ve Celasun gibi çalışmalar uluslar arası sermaye hareketlerini ekonomik krizler çerçevesinde inceleyen çalışmalardır. Günçavdı, Beleaney ve Mc Kay ise Türkiye’deki finansal serbestleştirmenin sermaye maliyeti olan faizleri artırdığını, ancak kredi sınırlamasının negatif etkisini azalttığı sonucuna varmışlardır.<sup>200</sup>

### 2.6.1. Türkiye’de yabancı sermayenin gelişimi

Cumhuriyetin ilk yıllarında yabancı sermayeli şirketlerin ülkeye çekilmesine büyük gayret gösterilmesine rağmen, bu dönemde yapılan millileştirmeler nedeniyle ülkeye istenilen ölçüde yabancı sermaye çekilememiştir.

Türkiye’de, cumhuriyetin kuruluşundan 1950 yılına gelene kadar, dönemin bir kısmında veya tamamında "bilinçli olarak" yabancı sermayeye karşı bir politika izlenmemiştir. Bu dönemde dünya ekonomisindeki konjonktürel gelişmeler ile, 1929–1930 Dünya Ekonomik Krizi’ne bağlı olarak yabancı özel yatırımlarda önemli bir gelişme olmamıştır. Ayrıca, hükümetler, ülkenin ekonomik kalkınmasına yabancı sermayenin katkısını teşvik etmeye yönelik önlemler de almamışlardır.<sup>201</sup>

II. Dünya Savaşı'nın bitmesiyle, yenedünya ekonomik düzenine yön vermek amacıyla ABD'nin etkinliğiyle kurulan Uluslararası Para Fonu ile Dünya Bankası'na Türkiye'nin katılımı ile, hükümetler yabancı yatırımcıların Türkiye’de yatırım yapmasını kolaylaştırıcı mevzuat değişikliklerine yönelmiştir. Bu çerçevede özellikle 1946 yılından itibaren uygulanan liberal politikalar sonucunda yasal düzenlemeler için hazırlıklara başlanılmış, Yabancı Sermaye Yatırımlarını Teşvik Kanunu ve Petrol Kanunu çıkarılmıştır.<sup>202</sup>

1954 yılında yürürlüğe giren ve çok liberal hükümler taşıyan 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanununa rağmen, 1990 yılına kadar Türkiye’ye istenilen ölçüde yabancı sermayenin gelmemiş olması, sadece yasal düzenlemeler ile ülkelerin yabancı sermayeyi çekemeyeceklerini göstermesi bakımından ilginçtir.<sup>203</sup>

<sup>200</sup>Korkut Boratav (2001), 2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri; Akyüz ve Boratav (2002), The Making of the Turkish Crisis; Nurhan Yentürk, Burç Ulengin (2001), Impacts of Capital Flows on Aggregate Spending Categories :the Case of Turkey; Çimenoğlu ve Yentürk Impact of International Capital Inflows on Turkish Economy; Ercan Uygur (2001),Krizden Krize Türkiye; Merih Celasun (2002), 2001 Krizi Öncesi ve Sonrası; Günçavdı Ö, Beleaney M, ve Mc Kay, The Response of Private Investment to Struktural Adjusment Case Study of Turkey, Journal International Development, 1999, Vol, 2, pp.221-239

<sup>201</sup> Karluk, Agm, s.104

<sup>202</sup> Karluk, Agm, s.104

<sup>203</sup> Karluk, Agm, s.104

6224 sayılı kanun yabancı sermaye konusunda önemli yenilikler getirmesine rağmen, yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlık nedeniyle yabancı sermaye ülkeye getirilememiştir. Bu kanun, gelişen ekonomik konjonktür içerisinde yabancı sermayeye ilişkin ihtiyaçlara cevap veremeyince, dünyadaki gelişmeleri de dikkate alan yeni düzenlemelere ihtiyaç duyulmuştur.

Bu amaçla 2003 yılında bu kanunun yerine 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu yürürlüğe girmiştir. Bu kanunla yabancı sermaye yatırımları için izin ve onay sistemi kaldırılıp, bilgilendirme mekanizmaları geliştirilerek, yabancı yatırımcıların Türkiye’de her türlü mal ve hizmet üretimine yönelik faaliyette bulunmalarının yolu açılmıştır. Bu tarihten sonra yabancı sermayeli şirket sayısında da önemli ölçüde artış gözlenmiştir.

1980 yılından sonra görülen yabancı sermaye girişlerinin artışında temel faktör, 24 Ocak 1980 tarihinde alınan Ekonomik İstikrar Kararlarıyla Türkiye’nin dışa açık bir politika izlemeye başlaması, ülkede politik ve ekonomik istikrarın yeniden sağlanması ile yabancı sermayeye uygulanan politikaların güven vermesidir.<sup>204</sup>

24 Ocak Kararlarının ardından Türkiye’ye gelen doğrudan yatırımlarda yavaş da olsa bir artış gözlenmektedir. Özellikle sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği 1989 yılından sonra Türkiye’ye gelen doğrudan yabancı yatırımlarda önemli ölçüde artış olmuştur.

1989 yılından sonra sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaların kaldırılması ile bu artış daha da belirgin bir hal almıştır. Sermaye hareketlerinin liberalleşmesi kendi döneminde içsel sorunların çözümüne katkı yapmışsa da uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme sürecini sağlayamamıştır.<sup>205</sup>

1989 yılından itibaren durgunluğa giren gelişmiş ülkelerde atıl fonların Türkiye de dahil gelişmekte olan piyasalara yönelmesi ile birlikte, Türkiye’de uygulanan finansal liberalizasyonun da etkisi ile dış kaynak girişi artmış, ancak ekonomi dış piyasalardaki istikrarsızlıklara karşı hassas bir konuma gelmiştir.<sup>206</sup>

Türkiye’de yabancı sermayenin ülkeye çekilmesi noktasında küçümsenmeyecek derecede yasal alt yapı oluşturulmasına rağmen benzer ekonomik yapıya sahip ülkelere nazaran yeterli yabancı sermayenin çekildiği söylenemez.

Bu yüzden yabancı sermayenin teşvik edici unsurlarından yasal alt yapı gerekli,

<sup>204</sup> Karluk, Agm, s.104

<sup>205</sup> Görgün, Age, s.47

<sup>206</sup> Gülten Kazgan, İktisadi Kriz ve Değişim Dinamikleri, İktisat Dergisi, Sayı, 351, 1994, s.15

ancak yeterli olamamaktadır. Ekonomik, siyasal ve kültürel zemininin de uygun yatırım ikliminin oluşturulmasında etkili olduğu söylenebilir.

Tabloda 2.3’de ele aldığımız 1984–2006 yılları arasında Türkiye’ye gelen yabancı sermayenin bileşenleri görülmektedir. Merkez Bankasının tanımına uygun olarak yabancı sermaye akımları üç başlık halinde incelenmektedir. Bunlar doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yabancı yatırımlardır.

Tablo 2.5’de görüleceği üzere,1984’de 113 Milyon dolar olan doğrudan yabancı yatırımlar, 1988 yılında 354 Milyon dolara, bir sonraki yılda 663 Milyon dolara yükselmiştir. Ekonomik daralmanın yaşandığı 1994 yılı, kriz yılı olması nedeniyle doğrudan yatırım girişlerinde azalma olduğu görülmektedir. 2000 yılında 982 Milyon dolar olan doğrudan yatırımlar, 2001 ekonomik krizinden sonra tekrar düşüşe geçmiş, ancak takip eden yıllarda artışını sürdürmüştür.

**Tablo 2.5:** Türkiye’de Toplam Yabancı Sermaye Girişleri (Milyon \$)

| YILLAR | DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR | PORTFÖY YATIRIMLARI | DİĞER YAT. | TOPL.YAB.YAT |
|--------|-----------------------------|---------------------|------------|--------------|
| 1984   | 113                         | -                   | -          | 113          |
| 1985   | 99                          | -                   | 1.515      | 1.614        |
| 1986   | 125                         | 146                 | 2.166      | 2.437        |
| 1987   | 115                         | 307                 | 2.448      | 2.870        |
| 1988   | 354                         | 1.184               | -1.062     | 476          |
| 1989   | 663                         | 1.445               | -1.640     | 468          |
| 1990   | 684                         | 681                 | 3.199      | 4.564        |
| 1991   | 810                         | 714                 | -1.240     | 284          |
| 1992   | 844                         | 3.165               | 2.896      | 6.905        |
| 1993   | 636                         | 4.480               | 7.655      | 12.771       |
| 1994   | 608                         | 1.123               | -8.397     | -6.666       |
| 1995   | 885                         | 703                 | 3.939      | 5.527        |
| 1996   | 722                         | 1.950               | 3.970      | 6.642        |
| 1997   | 805                         | 2.344               | 6.531      | 9.680        |
| 1998   | 940                         | -5.089              | 6.762      | 2.613        |
| 1999   | 783                         | 4.188               | 3.566      | 8.537        |
| 2000   | 982                         | 1.615               | 10.389     | 12.986       |
| 2001   | 3.352                       | -3.727              | -12.296    | -12.671      |
| 2002   | 1.133                       | 1.503               | 1.603      | 4.239        |
| 2003   | 1.752                       | 3.851               | 4.461      | 10.064       |
| 2004   | 2.885                       | 9.411               | 14.658     | 26.954       |
| 2005   | 10.029                      | 14.670              | 20.976     | 45.646       |
| 2006   | 19.918                      | 11.402              | 30.047     | 61.367       |

**Kaynak:** Merkez Bankası Ödemeler Dengesi İstatistikleri ve Hazine Müsteşarlığı Doğrudan Yatırım İstatistikleri, 2007

Tabloda 2005 yılından başlamak üzere, 2006 yılına gelindiğinde, doğrudan yabancı yatırımlar bir önceki yıla göre iki kattan daha fazla artış olduğu görülmektedir. Bunun nedeni Avrupa Birliğinin 1999 yılında aday ülke ilan ettiği Helsinki zirvesinden sonra, Türkiye ile Avrupa Birliği arasındaki ilişkide yeni bir dönemin başlangıcı olarak kabul edilen, üyelik görüşmelerine başlanmasına karar verilmesidir. Avrupa Birliği ile üyelik müzakerelerine başlanacak olması yabancı yatırımcı için uygun yatırım ikliminin oluşacağı yönünde beklentileri artırarak, yabancı sermaye yatırımlarında, özellikle doğrudan yabancı yatırımların anılan tarihten itibaren önemli ölçüde artmasında etkili olduğu söylenebilir.

Tablo 2.5'deki verilere göre, 2006 yılı için yaklaşık 20 milyar dolarlık doğrudan yabancı sermaye girişleri, cari işlemler açığının yaklaşık %60'ına tekabül eder. 2005 yılında bu oran %40 seviyesindedir. Konuya bu açıdan bakıldığında, Türkiye'ye yönelik sermaye girişi büyümenin ortaya çıkardığı dış ödemeler bilançosu açığının finansmanına büyük katkı yaptığı söylenebilir.

Son yıllarda Türkiye'de görülen doğrudan yabancı sermaye girişinin asıl kaynağı özelleştirmelerdir. 2005 yılındaki 10.029 Milyon dolarlık doğrudan sermaye girişinin yaklaşık 8 Milyar dolarlık kısmı özelleştirme uygulamalarıyla gerçekleşmiştir. Özelleştirme yoluyla gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlar döviz kazandırıcı niteliktedir ve büyümenin finansmanında büyük öneme sahiptirler. Böyle olmasına rağmen 2005 ve 2006 yılında Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin büyük bir kısmı, yeni yatırım yapmak, yeni katma değer oluşturmak yerine özelleştirme ve banka satışları yoluyla kurulu tesisleri satın alarak üretime ve istihdama katkı yapmadığı savunulmaktadır. Kısaca mevcut yatırımlar el değiştirmiştir. Finansbank, Dışbank, Garanti Bankası, TEB, Akbank, Petrol Ofisi, hisselerinin tamamını ya da bir kısmını yabancı yatırımcılara satılması buna örnek verilebilir. Bu tespit, Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin sektörel dağılımı incelendiğinde, reel sektör yerine hizmetler sektörünü fonlayarak, üretimi ve istihdamı beklendiği ölçüde artırmadığı eleştirisini destekler niteliktedir.

Tablo 2.5'de görüleceği üzere sermaye hareketlerini serbest bırakan dış finansal liberalleşmeyi takiben portföy yatırımlarında önemli ölçüde artış yaşanmıştır.

Tabloda dikkati çeken diğer bir nokta ise anılan dönemde, başlangıçta portföy yatırım tutarının doğrudan yabancı yatırımlardan daha fazla olmasıdır. Son yıllarda ise sermaye girişlerinde doğrudan yatırımlar lehine gelişme göstermiştir. Yine tabloda, doğrudan yabancı yatırımlarında olduğu gibi, 1994 ekonomik krizi ile birlikte portföy yatırımlarında ve

diğer yabancı yatırımlarda azalma görülmektedir. Portföy yatırımlarında ve diğer yabancı yatırımlardaki bu düşüş doğrudan yatırımlardan daha sert bir biçimde gerçekleşmiştir. Bu durum, daha önceki bölümlerde açıklanan “kriz dönemlerinde portföy yatırımlarının ve diğer kısa vadeli yatırımların doğrudan yatırımlara göre daha hassas yapıya sahip olduğu”, genel kanaatini destekler niteliktedir. Yine 2001 ekonomik krizinde benzer bir gelişme olarak, portföy yatırımları ve diğer yabancı yatırımlar kriz döneminde sert tepki vererek bu fonların yurtdışına yöneldiği görülmektedir. Bu dönemde doğrudan yabancı yatırımlarda da azalma görülmüş ancak bu azalış gecikmeli olarak ve yavaş bir biçimde seyretmiştir. IMF ile imzalanan yeni Stand-By anlaşması sonucu oluşan olumlu hava sayesinde 2001 krizinde negatif olan portföy yatırımları 2002 yılında pozitif dönmüştür.

2002 yılından sonra doğrudan yatırımlarda belirgin bir biçimde görülen artışın devam ettiği, portföy yatırımlarında ise artış görülmekle birlikte 2006 yılında dış piyasa kaynaklı dalgalanmalar sonucunda bu yatırımlarda azalma görülmektedir.

Yabancı sermaye akımları içerisinde değerlendirilen ve son yıllarda gittikçe artan bir diğer sermaye türü de diğer yatırımlardır. Yukarıdaki tabloda görüleceği üzere, 1984 yılında sıfır olan diğer yatırımlar, yabancı sermaye içerisinde döneminin büyük bir kısmını oluşturmuş, 1985 yılında 1.515 milyar dolardan 2006 yılında 30.047 milyar dolara yükselmiştir. Özel sektörün yurtdışından hızlı bir biçimde borçlanması diğer yabancı yatırımların artmasına neden olmaktadır.

Son dönemlerde literatürde en fazla dikkat çekilen ve ekonomideki etkileri tartışılan diğer yabancı yatırımlar 1985 yılından itibaren artış trendini sürdürmüştür.

Diğer yabancı yatırımlar, 1994 ve 2001 krizinde en fazla tersine dönüş yaşayan yabancı sermaye kalemi olarak değerlendirilmektedir. 2002 yılında ekonominin toparlanması ile birlikte, bankaların yurtdışından temin ettikleri kredilerini yenileyememeleri sonucu 2001 yılında 12.296 milyar dolar olan çıkışı takiben, 2002 yılında 1.603 milyar dolar girişe dönüşmüştür.

2003 yılında bankaların kısa vadeli kredilerinin ve diğer ticari kredilerin artması sonucu, diğer yabancı yatırımlar kaleminde 4.461 milyar dolar giriş yaşanmıştır. 2004 yılında doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarına paralel olarak kredilerdeki artış sonucu diğer yatırımlarda önemli bir artış görülmektedir. 2005 yılına gelindiğinde diğer yabancı yatırımlarda artış devam etmiştir. 2006 yılında özellikle yurtiçinde faaliyet gösteren

bankaların yurtdışından temin ettiği uzun vadeli kredilerin ve özel sektör tarafından sağlanan diğer ticari kredilerin etkisiyle diğer yabancı yatırım kalemlerinde artış olduğu görülmektedir.

### 2.6.2. Türkiye’de yabancı sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme

Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesini savunanların temel argümanlarından birisi yabancı sermayesinin ekonomik büyümeyi artırmada önemli rol oynamasıdır. Bu düşünceye göre tasarruf sahipleri yatırım yapacağı finansal varlıklardaki çeşitlilik nedeni ile daha fazla alternatifle karşı karşıyadır. Bu varlıklar içerisinde en yüksek getiriyi sağlayacak alanlara tasarruflarını kanalize edecektir. Yine başka bir görüşe göre de yerli sermaye kısıtı olan ülkeler ulusal tasarrufları artırmak yerine yurt dışı sermaye piyasalarından kaynak bularak yatırımlarını, dolayısıyla ekonomik büyümelerini finanse edebilirler.<sup>207</sup>

Karşı olanların görüşleri ise şöyle özetlenebilir: Sermaye akımlarının serbestleşmesine karşı çıkanların çoğu serbestleşmenin biçim ve yapılış şekline odaklanmaktadır. Buna göre gelişmekte olan ülkeler ekonomik, mali ve kurumsal alt yapısını hazırlamadan sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaları kaldırmakla ekonomik krizlere fırsat vermektedirler.

Rodrik,<sup>208</sup> gelişmiş ülkeler bu günkü düzeye gelinceye kadar son derece uzun bir yol kat ettiklerini söyleyerek, gelişmekte olan ülkeler bu süreci yaşamadıklarından serbestleşmeye hazırlıksız yakalandığını ileri sürmektedir.

Türk ekonomisi 1980’li yıllara gelindiğinde yüksek enflasyon, enerji darboğazı, düşük ihracat, yetersiz yurtiçi tasarruf ve döviz darboğazı sorunlarıyla girmiştir. Bu sorunların çözümü için dışa açılmayı sağlamak ve serbest piyasa ekonomisine bütün kuralları ile işlerlik kazandırmak amacıyla 24 Ocak istikrar tedbirleri olarak bilinen bir dizi önlemler getirilmiştir. Bu politikaların bir parçası olan iç finansal serbestleştirme yolunda önemli ilerlemeler sağlamak istenmiştir. Bu amaçla, ilk olarak para arzı kısılmış ve faiz oranlarındaki üst sınır kaldırılmıştır. Amaç, yurtiçi tasarrufları artırmaktır. Bu dönemde mevduat faiz oranlarının yükseltilmesine rağmen, yurtiçi tasarruflarda belirgin bir artış olmamıştır.

Türkiye’deki sermaye hareketliliği 1980 sonrasında giderek yükselen bir artış göstermesiyle birlikte, finansal serbestlik sürecinden sonra ilk önemli dalgalanma 1982

<sup>207</sup> Yentürk, Age, s.100

<sup>208</sup> D.Rodrik, The Developing Countries, Hazardous Obsession With Global Integration 2001’den Yentürk, Age, s.101

yılında bankerlik krizi şeklinde ortaya çıkmıştır. Bu kriz çok kısa bir süre önce yapılan serbestleştirme politikalarının sonucu olarak değerlendirilmektedir.<sup>209</sup>

1989 yılından sonra sermaye hareketlerine yönelik kısıtlamalar kaldırılmış, liberal bir kambiyo rejimi uygulanmaya başlanmıştır. Sermaye girişleri ekonominin içsel dinamiklerinin neden olduğu sorunları kısmen çözmüş olsa da uzun vadeli sürdürülebilir bir büyüme sağlayamamıştır.<sup>210</sup>

Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası döneme damgasını vuran temel iktisadî yapı, 1989'da 32 Sayılı Karar ile ödemeler dengesi sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlama ve denetimlerin kaldırılarak finans piyasalarının tamamıyla serbestleştirilmesi üzerine kurulmuştur. Böylece derinleştirilmesi amaçlanan finans piyasalar, doğrudan doğruya kısa vadeli, spekülâtif nitelikli yabancı sermaye hareketlerinin parasal kazanç oyunları alanı haline gelmiştir.<sup>211</sup>

Sermaye girişleri sonucu yurtiçine giren fonlar faiz arbitrajı yoluyla döviz cinsinden yüksek getiri sağlamakta, beklentilerde bozulma olduğu zaman da tersine hareket etmektedir. TL'den dönüş yaparken de kriz ortaya çıkmaktadır.<sup>212</sup>

2002 yılına kadar yabancı sermaye hareketlerinin GSMH'ya oranı artarken büyüme hızlarında düşüş yaşandığı söylenebilir. 1990 yılında, yani dış finansal serbestlikten bir yıl sonra büyüme hızında yükselme görülürken sonraki yıllarda yabancı sermaye girişi ile birlikte ekonominin büyüdüğü, çıkışı ile birlikte küçüldüğü gözlemlenmiştir.

Dolayısıyla önceleri uygulanan para ve maliye politikaları ile ekonominin büyümesi veya daralması sağlanırken, artık genişleme ve daralma tamamen dış kaynak girişine bağlı kalmaktadır. Dışarıdan gelen fon akımları içerisinde sıcak para dediğimiz kısa vadeli sermaye girişlerinin geri dönüşü, ekonominin daralmasına neden olmaktadır.<sup>213</sup>

Yabancı sermaye yatırımlarının, ekonomik büyüme ve kalkınma hedeflerini realize etmek isteyen ülke ekonomilerine faydası konusunda birbirleri ile çelişkili görüşler ileri sürülmektedir.

<sup>209</sup> Emre Alkin, Türkiye'de Finansal Değişim ve Adaptasyon, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl, 7, Sayı, 41, Ankara, 2001, s.689

<sup>210</sup> Emre Alper, Ziya Öniş, Finansal Küreselleşme Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler, Doğu-Batı Dergisi, 2001-2002, s.25

<sup>211</sup> Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler, Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Gurubu, <http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/iktisatg.htm>(E.T:20.06.2006)

<sup>212</sup> Kazgan, Age,s.278

<sup>213</sup> Boratav, Yeni Dünya Düzeni Nereye, s.268

Aşağıdaki tabloda incelediğimiz, 1984–2006 yılları arasında Türkiye’ye yönelik Yabancı Sermaye Yatırımları/ GSYİH değerleri gösterilmektedir. İkinci sütunda ise büyüme oranları gösterilmektedir.

Tablo 2.6’da görüleceği gibi, 1984 yılında sadece doğrudan yabancı yatırımlardan ibaret olan toplam yabancı sermaye girişleri, 1985 yılında 99 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu tutar 1985 yılı GSYİH’nın yaklaşık %2’sine karşılık gelmektedir. Takip eden yılda yabancı sermaye girişleri 1.614 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1985 yılında büyüme oranında düşme görülürken, yabancı sermayenin GSYİH’ oranında önemli bir değişme görülmemiştir.

**Tablo 2. 6:** Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının GSYİH’ya Oranı

| YILLAR | YAB.SER/GSYİH | BÜYÜME(%) |
|--------|---------------|-----------|
| 1984   | 0.18          | 7,1       |
| 1985   | 2             | 4,3       |
| 1986   | 3             | 6,8       |
| 1987   | 3             | 9,8       |
| 1988   | 0.5           | 1,5       |
| 1989   | 0.4           | 1,6       |
| 1990   | 2             | 9,4       |
| 1991   | 0.18          | 0,3       |
| 1992   | 4             | 6,4       |
| 1993   | 6             | 8,1       |
| 1994   | -5            | -6,1      |
| 1995   | 3             | 8,0       |
| 1996   | 3             | 7,1       |
| 1997   | 4             | 8,3       |
| 1998   | 1             | 3,9       |
| 1999   | 4             | -6,1      |
| 2000   | 6             | 6,3       |
| 2001   | -8            | -9,5      |
| 2002   | 2             | 7,9       |
| 2003   | 4             | 5,9       |
| 2004   | 8             | 9,9       |
| 2005   | 12            | 7,6       |
| 2006   | 15            | 6         |

**Kaynak:** Merkez Bankası, TÜİK,DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2006)

Tablo 2.6’da görüldüğü gibi, 1993 yılına kadar geçen süre içerisinde gerek sermaye girişleri, gerekse büyüme oranları dalgalı bir seyir izlemiştir. 1993 yılında toplam yabancı sermaye girişleri, 12.771 Milyar Dolara ulaşmıştır.(Tablo 2.3) Yabancı sermaye/GSYİH oranı



da 1984’de %01’den 1985 yılında %2’ye,1993 yılında ise %6’ya yükselmiştir. Bu yükselmede sermaye akımlarını serbestleştirmenin etkisi olduğunu söyleyebiliriz. 1994 ekonomik krizi dolayısıyla yaklaşık 6 Milyar Dolarlık, GSYİH’nın %5’i kadar sermaye çıkışı yaşanmıştır. 2001 yılına kadar dalgalı bir seyir izleyen yabancı sermaye girişleri, 2001 yılı ekonomik krizi dolayısıyla GSYİH’nın % 8’ine tekabül eden, 12.671 milyar dolarlık sermaye çıkışı olmuştur. 2002 yılından itibaren hem yabancı sermaye girişlerinde, hem de GSYİH değerleri artış trendini sürdürerek, 2006 yılında GSYİH, yaklaşık 400 milyar dolara, yabancı sermaye akımları da 61.367 Milyar Dolara yükselerek, Yabancı Sermaye/GSYİH oranı %15’e yükselmiştir.

Tabloda, genel olarak yabancı sermaye verilerine bakıldığında 1992 yılından başlamak üzere dalgalı bir seyir izlediği görülür. Kriz yıllarında çıkış, diğer yıllarda sermaye girişi söz konusudur. 2001 yılından sonra toplam yabancı sermaye akımlarında yükselme trendi devam etmektedir. İkinci sütundaki büyüme değerlerine bakıldığında yabancı sermaye çıkışlarının görüldüğü yıllarda GSYİH’da azalma görülmektedir. Tablodaki verilere bakarak her iki değişken arasındaki ilişkiden, yukarıdaki açıklamalarımıza ilaveten daha özel bulgulara ulaşmak mümkün olmamakla birlikte, 2002 yılından itibaren hem yabancı sermaye/GSYİH oranında hem de büyümede artış yaşandığı söylenebilir.

Türkiye’de yabancı sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme ilişkisini gösteren yukarıdaki tabloda, yıllar itibariyle gerek yabancı yatırımlarda, gerekse büyüme oranlarında düzenli bir artış görülmemektedir. Daha önce yapılan tespitlere paralel olarak, kriz yıllarında düşme, diğer yıllarda artış görülmektedir. Bu durum, Türkiye’de sermaye hareketlerinin etkilerini inceleyen Boratav tarafından vurgulanan “sermaye girişleri ile birlikte GSYİH yükselir, çıkışları ile birlikte düşer”, tespitini doğrular niteliktedir. Örneğin 2001 yılında yabancı sermaye çıkışlarının yaşandığı bir yıl olarak büyüme hızının düştüğü görülmektedir. Ancak takip eden yıllarda yabancı sermaye girişlerinde artış yaşanmasına rağmen, büyüme oranlarında artış görülmemektedir. Örneğin 2002 yılından itibaren yabancı sermaye girişleri sırasıyla 4.239, 10.064, 26.954, 45.646, 61.367 Milyar dolar iken, büyüme oranları sırasıyla, 7,9, 5,9, 9,9, 7,6 ve 6 olarak gerçekleşmiştir. Bu tespit her zaman, “sermaye girişleri büyümeyi artırır”, iddiasını destekler nitelikte değildir.

Eğilmez’e göre, Son 25 yılda Türkiye’de ekonomik büyümenin dayanağı hep dış kaynak olmuştur. Yani Türkiye dış kaynak bulduğunda büyümüş, bulamadığında küçülmüştür. Türkiye, büyümesini cari açık vererek, yani ihracatından daha çok ithalat

yaparak sağlamıştır. Bunu finanse edebildiği sürece büyümeyi sürdürmüş, finanse edemediği zaman da krize girerek küçülmüştür. Yazara göre, büyümenin şifresi yüksek ithalat, ithalatın sonucu cari açık, cari açığın şifresi dış finansman, dış finansmanın şifresi ise istikrardır.<sup>214</sup>

Ekonomik büyüme hızı cari işlemler hesabını yakından ilgilendirmektedir. Bu ilişki artan üretimin ara malı ve yatırım malı ithalatını artırmasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla ekonominin büyüdüğü dönemlerde ithalatta artış görülmektedir. Ekonominin daraldığı ve büyüme hızının düştüğü dönemlerde ise cari işlemler açığı ya fazla vermiş veya açık ihmal edilebilir düzeyde seyretmektedir.1994, 1998–1999 ve 2001 yıllarında olduğu gibi..<sup>215</sup>

Sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde TL değer kazanmakta ve bu ithal malları ucuzlatarak ve ihraç mallarını yabancı tüketiciler için pahalandırarak ticarete konu mal üreten sektörler zarar vermektedir. Sermayenin kaçtığı bunalım dönemlerinde kur yükselmekte, fakat ani kur değişiminin banka ve firma bilançolarında ve hane halkı bütçelerinde yaptığı tahribatı onarmak uzun sürmekte ve ekonomiye ağır yükler getirmektedir. Kur istikrarsızlığının ihracata yönelik sektörlerde yatırımı teşvik etmediği, bilakis yatırımları caydırıcı etki yaptığı ortadadır.<sup>216</sup>

Özetle, Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerindeki artışlar ilk aşamada YTL'nin değerlenmesine ve faizlerin düşmesine neden olmaktadır. Yurt içinde faizlerin düşmesi iç talebin canlanmasına, kredi stokunun artmasına ve hazinenin düşük maliyetle uzun vadeli borçlanması gibi, zincirleme reaksiyonunu başlatmaktadır. YTL'nin değerlenmesi, enflasyonun düşmesine yardımcı olurken (enflasyon sepeti içinde döviz cinsinden kalemlerin fazla olması nedeniyle), ihracatın ithalata bağımlılığının ve kısa vadeli dış borçların (özellikle banka ve bankacılık dışı özel kesimin yurtdışı kısa vadeli borç artışı) artmasına neden olmaktadır. Yine bu alt kalemler arasında dinamik ve sürekli bir ilişkinin de var olduğu gözden uzak tutulmamalıdır. Şöyle ki enflasyonun düşmesi, faizlerin gerilemesi iç talep artışını, iç talep artışı kredi ve ithalat artışlarına neden olmaktadır. Bu süreç yüksek büyüme, borç stoku ve cari açıkla sonuçlanmaktadır.<sup>217</sup>

Sermaye hareketlerinin kontrol altında tutulduğu 1981–1989 tarihleri arasında, 32 sayılı kararın yayınlandığı sermaye hesabının libere edildiği dönem ile karşılaştırıldığında,

<sup>214</sup> Mahfi Eğilmez, Tasarruf Eğilimi, Radikal, 22.08.2006

<sup>215</sup> Fatih Özatay, Uluslar arası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları, Yıl 1, Sayı 1, 2006, s.41

<sup>216</sup> Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler, Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Gurubu, <http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/iktisatg.htm>(E.T:20.06.2006)

<sup>217</sup> SPK, Araştırma Raporu, s.24-25

ekonominin büyüme ve daralma arasında daha keskin bir hal alarak, kopma meydana getirdiği anlaşılmaktadır. Büyüme hızının yükseltilmesi belirli bir cari açığa katlanmayı gerektirmekte, rezerv artışı sermaye girişleri ile finanse edilmektedir. Bu durum, büyüme, cari açık ve sermaye girişleri doğrultusunda gerçekleşmiştir.

Sermaye hareketlerinin serbestleştiği dönemde büyüme süreci tamamen sermaye girişlerine bağlanır ve yukarıdaki genelleme sermaye girişleri, büyüme ve cari açık doğrultusunda gerçekleşmektedir.<sup>218</sup> Türkiye'deki mevcut durum, büyüme ile cari açık arasında bir seçim yapma zorunluluğunu ortaya koymaktadır.<sup>219</sup>

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme hızında yavaşlama görülmesine rağmen, Ortadoğu ülkeleri, Çin ve Hindistan'ın büyüme hızlarında artış görülmektedir. ABD Merkez Bankasının faiz artırma kararı gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye girişlerini frenleme etkisi görse de gelişmekte olan ülkelerdeki şirket ve banka karlarının yüksek olması nedeniyle bu ülkelere yönelik sermaye girişlerinde artış yaşanmaktadır. Sermaye girişlerinin devam etmesiyle birlikte, gelişmekte olan ülkelerin borçlanma maliyeti gerilemiştir. 2005 yılında gelişmekte olan ülkelere doğrudan yatırım girişlerinde artış görülmüştür.<sup>220</sup>

### 2.6.3. Türkiye'de yabancı sermaye hareketleri ve cari açıklar

Türkiye'de son yıllarda yükselen özel sektör yatırımlarında hızlı büyümenin, hammadde fiyatlarındaki yükselişin ve özel kesim tasarruf oranının düşmesi sonucu ortaya çıkan cari açık, 2006 yılında daha çok uzun vadeli yatırımlarla finanse edilmiştir. Küresel likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine dönebileceği göz önüne alındığında cari açığın dikkatle izlenmesi gerekmektedir.

Türkiye'de son yıllarda cari açığa görülen yükselmenin ardında yatan önemli nedenlerden biri, özel sektör yatırımlarındaki artışın tasarruf artışını geçmesidir. Bu olumsuz sürece rağmen, büyüme potansiyelinde artış gözlemlenmiştir. Uzun vadeli borçlanmalar ve doğrudan yabancı yatırımlar sayesinde artan cari açığın finansman kalitesinde iyileşmeler yaşandığı söylenebilir.<sup>221</sup>

Tablo 2.5'de 1984 yılından başlamak üzere, 2007 yılına kadar cari işlemler açığı çoğu yıllarda negatif seyretmiştir. Tabloda görüleceği üzere daha önceki yıllardaki gelişmelere paralel olarak cari işlemler açığı 1998 yılı hariç olmak üzere negatif düzeyde

<sup>218</sup> Boratav, Age, s.256

<sup>219</sup> Mahfi Eğilmez, Tasarruf Eğilimi, Radikal, 22.08.2006

<sup>220</sup> TCMB, Yıllık Rapor, 2005, ss.7-10

<sup>221</sup> TCMB, Yıllık Rapor, 2006, s.30

seyretmiştir. 2000 yılı Kasım krizi öncesinde ekonomik gelişmelere paralel olarak, ithalatta ciddi bir biçimde artış yaşanmış, bu artış cari açığı 9.823 milyar dolara yükseltmiştir. 2001 yılı ekonomik krizinden sonra, 2002 yılında ekonomideki daralma sonucu ithalat azalmış, döviz kurlarındaki yükselme sonucunda ihracatın arttığı görülmüştür. 2001 yılındaki 3.393 dolarlık cari fazla, 2002 yılında 1.519 milyar dolar açığa dönüşmüştür.

**Tablo 2. 7: Ödemeler Bilançosu 1984-2007 (Milyon Dolar)**

|      | Cari İşlemler | Dış Ticaret Dengesi | Toplam Mal İhracatı | Toplam Mal İthalatı | Serm.ve Finans Hes | Doğ. Yat. | Portföy Yat. | Diğer Yatırım | Rezerv Varlıklar |
|------|---------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|-----------|--------------|---------------|------------------|
| 1984 | -1439         | -2910               | 7134                | 10044               | 970                | 113       | 0            | 920           | -63              |
| 1985 | -1013         | -2976               | 7959                | 10935               | 1850               | 99        | 0            | 1391          | 360              |
| 1986 | -1465         | -3018               | 7457                | 10475               | 1583               | 125       | 146          | 1475          | -163             |
| 1987 | -806          | -3206               | 10190               | 13396               | 1312               | 106       | 282          | 1060          | -136             |
| 1988 | 1596          | -1813               | 11662               | 13475               | -2111              | 354       | 1178         | -2922         | -721             |
| 1989 | 938           | -4190               | 11625               | 15815               | -1909              | 663       | 1386         | -1509         | -2472            |
| 1990 | -2625         | -9448               | 12959               | 22407               | 3093               | 700       | 547          | 2742          | -896             |
| 1991 | 250           | -7290               | 13593               | 20883               | -11989             | 783       | 623          | -3803         | 1199             |
| 1992 | -974          | -8076               | 14715               | 22791               | -1198              | 783       | 2411         | 458           | -1484            |
| 1993 | -6433         | -14081              | 15345               | 29426               | 2164               | 779       | 3917         | 4364          | -308             |
| 1994 | 2631          | -4167               | 18106               | 22273               | 8595               | 622       | 1158         | -5634         | -546             |
| 1995 | -2339         | -13152              | 21636               | 34788               | -4463              | 559       | 237          | 3903          | -5005            |
| 1996 | -2437         | -10264              | 32067               | 42331               | -93                | 772       | 570          | 4301          | -4545            |
| 1997 | -2638         | -15048              | 32110               | 47158               | 938                | 612       | 1634         | 4753          | -3316            |
| 1998 | 1985          | -14053              | 30662               | 44715               | 3625               | 554       | -6711        | 5067          | -216             |
| 1999 | -1336         | -10182              | 28842               | 39024               | -1287              | 573       | 3429         | 1782          | -5726            |
| 2000 | -9823         | -21960              | 30721               | 52681               | 12581              | 112       | 1022         | 11801         | -354             |
| 2001 | 3393          | -3730               | 34373               | 38103               | -1633              | 2855      | -4515        | -2667         | 2694             |
| 2002 | -1519         | -7283               | 40124               | 47407               | 1403               | 958       | -593         | 7191          | -6153            |
| 2003 | -8036         | -14010              | 51206               | 65216               | 3096               | 1253      | 2465         | 3425          | -4047            |
| 2004 | -15599        | -23878              | 67047               | 90925               | 13410              | 2026      | 8023         | 4185          | -824             |
| 2005 | -22604        | -33530              | 76949               | 110479              | 20423              | 8951      | 13437        | 15882         | -17847           |
| 2006 | -32192        | -41324              | 91944               | 133268              | 32341              | 18984     | 7373         | 12098         | -6114            |
| 2007 | -38031        | -47517              | 113185              | 160702              | 38014              | 19757     | 717          | 25572         | -8032            |

**Kaynak: Merkez Bankası Ödemeler Dengesi İstatistikleri**

Tablo 2.7’de görüleceği gibi, dış ticaret hacminde yükselme devam ederken, 2005 yılında dış ticaret açığı 33.530 milyar dolara, cari işlemler açığı da 22.604 milyar dolara yükselmiştir. İhracatta yıllık artış ise %14,8 olarak gerçekleşmiştir. Böyle olmasına rağmen, aynı dönemde ithalat ihracattan daha fazla artış göstermiştir. Dolayısıyla ihracatın ithalatı karşılama oranı da % 68,7’ye gerilemiştir. Cari açığın GSYİH’ya oranı 2004 yılında %5,2 iken, 2005 yılında % 6,4’e yükselmiştir.<sup>222</sup> 2006 yılında ise cari açık yaklaşık 32 milyar dolara ulaşmıştır. Bu tutar GSMH’nın %8 ine karşılık gelmektedir. 2006 yılında yabancı yatırımcılar yaklaşık 42 milyar dolar getirirken, bu tutarın 32 milyar doları ile cari açık finanse edilmiş, kalanı ise döviz rezervlerine eklenmiştir. Bu sonuca göre Türkiye’de yabancı yatırımcılar yüksek getiri nedeniyle tahvil ve bonolara yatırım yapmaktadır. Faizlerin bu denli yüksek olduğu bir piyasada sıcak para akımlarının kaçınılmaz olduğunu söyleyebiliriz.

Mal ihracatı ve mal ithalatı arasındaki fark anlamına gelen dış ticaret açığı da belirtilen yıllar içinde sürekli ithalat lehine gelişme göstermiştir.

Sermaye girişleri tarafında ise 1984’de 113 milyon dolar olan doğrudan yatırımlar, 1991 yılında 783 milyon dolara yükselmiştir. 1991 yılına kadar artan portföy yatırımları ise, giriş yönünde seyretmiştir. Diğer yabancı yatırımlarda ise 1987 yılına kadar giriş, 1988 ve 1989’da ise çıkış yaşanmıştır.

Tablo 2.7’deki 1992-1999 yılları arasında sermaye hesapları incelendiğinde, ele alınan yıllar içinde doğrudan yabancı yatırımlar büyük miktarlarda olmasa bile giriş yönlüdür. Portföy yatırımlarında ise 1992 ve 1993 yıllarında artış, 1994 kriz yılında azalış, 1998 yılında ise Güneydoğu Asya ve Rusya krizi nedeniyle tersine dönüş görülmektedir. Diğer yatırımlar ise 1999 yılında azalsa da, 1994 yılı hariç olmak üzere giriş yönlü seyretmiştir.

Tablo 2.7’de 2000-2007 yılları arası ödemeler bilançosu, sermaye ve finans hesapları incelendiğinde ise 2000 yılından başlayarak, 2001 yılı hariç olmak üzere 2002 yılından itibaren sermaye hareketleri giriş yönlü bir eğilim göstermektedir. Ekonomideki olumlu hava, 12.581 milyar dolar sermaye girişine neden olmuştur. 2001 yılına gelindiğinde, 2000 yılındaki durum tersine dönmüştür. Bu yılda cari işlemler açığı cari fazlaya, sermaye girişleri de tersine dönmüştür.

Sermaye akımları ve resmi rezervler toplamı anlamına gelen finans hesabı anılan 2002 yıldan başlamak üzere fazla vermiştir. Bu eğilim 2007 yılına kadar devam etmiştir.

Diğer yandan 2001 yılında ekonomiye olan güvenin azalması sonucunda önemli ölçüde sermaye çıkışı yaşandığı görülmektedir. 2003 yılında ise TL’deki değerlenmeye rağmen ihracatta artış görülmüştür. Böyle olmasına rağmen cari işlemler açığı devam etmiştir.

<sup>222</sup> TCMB Finansal İstikrar Raporu, s.30-31

Ancak bu açığı finanse edebilecek sermaye girişleri yaşanmıştır. Ödemeler dengesi sermaye hesapları incelendiği takdirde, bu açığın portföy yatırımlarıyla ve yurtdışından temin edilen kredilerle finanse edildiği görülmektedir. 2004 yılında da benzer gelişmeler yaşanmıştır. 2005 yılı sermaye hesapları incelendiğinde, özellikle portföy yatırımlarında ve diğer yatırımlarda önemli ölçüde artış görülmüştür.

Konuyla birinci derecede ilgili olan ise, sermaye ve finans hesaplarında görülen gelişmelerdir. Tablo 2.7’de sermaye ve finans hesapları incelendiğinde cari açığın, son dönemlerde portföy yatırımları, diğer yatırımlar gurubunda yer alan özel sektör ve bankaların kullandığı krediler ile doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki artışla finanse edildiği görülmektedir.

Tablo 2.8’de 1984 yılından başlamak üzere, Türkiye’nin cari açığı ve cari açığın GSMH’ya oranı verilmektedir. Bu tabloya bakarak cari açığın yıllar itibariyle gelişme seyri ve GSMH içindeki payı hakkında fikir edinebilmek mümkündür.

**Tablo 2. 8: Türkiye’de Cari Açığın Yıllara göre Dağılımı (1984–2007)**

| YILLAR | CARİ AÇIK | CARİ AÇIK%GSMH |
|--------|-----------|----------------|
| 1984   | -1.439    | 2,4            |
| 1985   | -1.013    | 1,5            |
| 1986   | -1.465    | 1,9            |
| 1987   | -806      | 0,9            |
| 1988   | 1.596     | -1,8           |
| 1989   | 938       | -0,9           |
| 1990   | -2.635    | -1,7           |
| 1991   | 250       | 0,2            |
| 1992   | -974      | -0,6           |
| 1993   | -6.433    | -3,5           |
| 1994   | 2.631     | 2,0            |
| 1995   | -2.339    | -1,4           |
| 1996   | -2.437    | -1,3           |
| 1997   | 2.638     | -1,4           |
| 1998   | 1.985     | 1,0            |
| 1999   | -1.340    | -0,7           |
| 2000   | -9.823    | -4,9           |
| 2001   | 3.393     | 2,3            |
| 2002   | -1.519    | -0,8           |
| 2003   | -8.036    | -3,4           |
| 2004   | -15.599   | -5,2           |
| 2005   | -22.604   | -6,3           |
| 2006   | -32.192   | -8,0           |
| 2007   | -38.031   | -7,5           |

Kaynak: TCMB, Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, 2007

Son yıllarda Cari Açığın GSYİH'ya oranındaki yükselme ulusal ve uluslararası yatırımcılar için önemli bir sorun olarak görülmektedir.<sup>223</sup>Bu endişe son yıllarda yaşanan krizlerle cari açıklarını ilişkilendirilmesine dayanmaktadır. Eichengreen'in<sup>224</sup> 2001 ekonomik krizi ile ilgili değerlendirmesinde cari işlemler açığının sıcak para girişi ile finanse edilmesini krizin nedenlerinden saymaktadır.

Cari Açığın sürdürülebilmesinde ve risk olarak algılanmasında sağlanan finansmanın kalitesi çok önemlidir. Konuyla ilgili çalışmalarda, uzun vadeli sermaye ve doğrudan yatırımlarla finanse edilmesi cari açık riskini azaltıcı etki yapmaktadır.<sup>225</sup>Cari Açığı finanse eden kalemlere incelendiğinde, 2003 yılından itibaren cari açığın özel sektör tarafından finanse edildiği görülmektedir. Yani bankalar dahil özel sektör yurt dışından önemli miktarda fon sağlamıştır. Bu durumun bankalar açısından önemli bir kur riski oluşturduğu söylenebilir.<sup>226</sup>

Cari Açığın analizi yapılırken Türkiye'nin ekonomik yapısının geçmiştekenden farklı olduğu dikkate alınmalıdır. Çünkü bankacılık sektörü açık pozisyon miktarı çok daha az, ya da finansal sektör daha dirençlidir. Döviz rezervleri yüksektir ve dalgalı kurun şok emici işlevi kriz riskini azaltmaktadır.<sup>227</sup>

Tablo 2.9'da Cari Açık/GSYİH durumuna göre Türkiye ve bazı ülkeler yer almaktadır.

**Tablo 2.9:** Gelişmekte olan Ülkelerde Cari Açık/ GSYİH

| ÜLKELER            | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005  | 2006  |
|--------------------|------|------|------|------|-------|-------|
| <b>Türkiye</b>     | 2.3  | -0.8 | -3.4 | -5.2 | -6.3  | -8.00 |
| <b>Rusya</b>       | 18   | 11.1 | 8.2  | 9.9  | 11.3  | 11.8  |
| <b>Brezilya</b>    | -4   | -4.5 | 0.8  | 1.9  | 1.8   | 1     |
| <b>Bulgaristan</b> | -6   | -7.3 | -9.2 | -5.8 | -11.8 | -10.2 |
| <b>Macaristan</b>  | -9   | -6.2 | -8.7 | -8.8 | -7.9  | -8.2  |
| <b>G.Afrika</b>    | 0    | 0.1  | -1.3 | -3.4 | -4.2  | -3.9  |
| <b>Polonya</b>     | -6   | -2.8 | -2.1 | -4.1 | -1.6  | -2.5  |

**Kaynak:** BDDK,Finansal İstikrar Raporu, s.32.

<sup>223</sup>BDDK, Finansal İstikrar Raporu, s.31

<sup>224</sup>Eichengreen, Türkıştım, s.34

<sup>225</sup>TCMB, Ekonomik Görünüm, Eylül 2006, s.15

<sup>226</sup>DTM, Dış Ticaretin Görünümü, 2005, s.9

<sup>227</sup>TCMB, Ekonomik Görünüm, Eylül 2006, s.16



Tablodan görüleceği üzere 2000–2006 yılları arasında Türkiye'nin ekonomik yapısına benzer, seçilmiş gelişmekte olan ülkeler içerisinde Rusya hariç, Cari Açık/ GSYİH oranlarında yükselme görülmektedir. Brezilya'da ise cari açık fazlaya dönüştüğü, gelişmekte olan ülkeler içerisinde Bulgaristan, Macaristan, Güney Afrika, Polonya ve Türkiye 'de ise bu oranın yüksekliği önemli bir sorun olarak gözükmektedir.<sup>228</sup> Bulgaristan, Macaristan ve Polonya'nın Avrupa Birliğine tam üye olması, yabancı sermaye girişlerinin devam edeceği görüşü ağırlık kazanarak, bu ülkelerde kısa vadede cari açığın finansmanında önemli bir sorun yaşanmayacağı düşünülmektedir.

## 2.7. Sermaye Hareketlerine Getirilen Kısıtlamalar

Sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar sermayenin yönünü ve miktarını belirlemek amacıyla, kamu otoritesi tarafından yapılan düzenlemeleri kapsar. Ülkeler ekonomik ve politik amaçlarını gerçekleştirme amaçları doğrultusunda sermaye hareketlerini kısıtlayabilmektedirler. Doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girişi teşvik edilirken, kısa vadeli sermaye girişlerinin genel ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin önlenmesi amacıyla bu tür sermaye akımlarını kısıtlayıcı düzenlemeler gündemde tutulmuştur.

Özellikle 1970'li yılların başlarına kadar sermaye kontrollerinin bir politika aracı olarak kullanıldığı görülmektedir. Bretton Woods sisteminin geçerliliğini kaybetmesiyle, gelişmiş ülkeler sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaları azaltmaya başlamışlardır. Müteakip yıllarda da gelişmekte olan ülkeler kısıtlamaları kaldırmışlardır.<sup>229</sup>

Sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaların kaldırılması gelişmekte olan ülkelere yeni fırsatlar sunmakla birlikte, kısa vadeli sermaye hareketleri ekonomik krizlerin yayılmasında etkili olmuştur. Bu bağlamda uluslararası sermaye gittiği ülkeye hem fırsatı hem de riski beraberinde götürmüştür.<sup>230</sup>

Sermaye kontrollerini kaldıran ülkeler önce ticarete getirilen kısıtlamaları, sonra da doğrudan yabancı yatırımları ve portföy yatırımlarını, en son olarak da kısa vadeli sermaye üzerindeki kontrolleri kaldırmışlardır.<sup>231</sup>

<sup>228</sup> BDDK, Finansal İstikrar Raporu, s.32

<sup>229</sup> Hasan Vergil, Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırım Üzerinde Etkileri, s.2  
<http://kosbed.kou.edu.tr/sayi3/vergil.pdf>.(E.T:19.06.2007)

<sup>230</sup> İsmail Aydoğuş, "Global Büyüme ve Kriz", Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi Cilt 2, Sayı 1, 2000, s.29

<sup>231</sup> Ömer Cihan, Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, 2005, s.43

Birçok ülkede sermaye hareketlerine farklı nedenlerden dolayı kısıtlama getirilmektedir. Bu kısıtlamaların nedenleri şöyle sıralanabilir.<sup>232</sup>

Birincisi; sermaye hareketlerine getirilen sınırlamalar ödemeler dengesi sorunlarının çözümüne yardımcı olmaktadır. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanan döviz şoklarının etkisi sermaye kontrolleri ile azaltılmaktadır.

İkincisi; sermaye kontrolleri hükümetlerin mali aktiflere, elde edilen gelire ve servetlere vergi koyma gücünü artırmaktadır.

Üçüncüsü; özellikle uluslar arası finansal kuruluşların kredilendirmede sıkça dile getirdikleri yapısal istikrar programlarının uygulanmasını kolaylaştırmak amacıyla da sermaye hareketleri kısıtlanabilmektedir.

Williamson ve Mahar, sermaye akımlarının etkilerinden söz ederken ülke içine ve dışına yönelik akımlar, uzun ve kısa vadeli akımlar, banka ve banka dışı akımlar, gibi bir ayırımı tabi tutmaktadırlar. Yazarlar, uzun vadeli yurt içine yönelik ve ticaretle bağlantılı akımlar üzerinde sermaye kontrollerinin bir an evvel liberalize edilmesini önermektedir. Yazarlara göre sağlam bir kamu maliyesi kurulmadan, batık kredi problemi çözülmeden, yurt içi faiz hadleri ile dünya faiz hadleri biri birlerine yaklaşımadan sermaye çıkışları üzerindeki kontroller kaldırılmamalıdır.<sup>233</sup>

Corsetti G, Pesenti P, Roubini N, uluslararası portföy yatırımcılarının hareketlerinin çıkan krizlerde rolünü incelemişler ve önemli bulgular elde etmişlerdir. Elde ettikleri ampirik sonuçlar büyük yatırımcı guruplarının birlikte davranış ve strateji sergilediklerini ve 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerde etkili olduğunu ortaya koymuşlardır.<sup>234</sup> Krugman ise, "Sermaye hareketlerine getirilen denetimlerin kötü bir şey olduğunu düşünürüm, ama bu uygulama alternatiflerinden daha iyidir" diyerek sermaye akımlarının denetlenmesi gerektiğini savunmuştur<sup>235</sup>

Sermaye hareketlerine belirli bir disiplin çerçevesinde müdahale eden düşüncelerin temelinde, bu tür akımların spekülatif etkisini azaltmak ve reel ekonomi üzerindeki negatif yansımalarını bertaraf etme düşüncesi vardır. Dış finansal serbestliği benimsemiş ekonomilerde döviz kurunda dengesizliğe yol açan amir faktör, yurt dışı piyasalardır. Bu

<sup>232</sup> Aslan, Age, s.55

<sup>233</sup> Williamson ve Mahar, Age, s.57

<sup>234</sup> Corsetti G, Pesenti P, Roubini N, What Caused the East Asian Crisis, Japan and the World Economy, No:11, s-305-373'den, Erinç Yeldan, Kriz Dinamikleri ve Yapıcı Yıkım Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl,7, Sayı, 41, Ankara.2001, s.696

<sup>235</sup> Paul Krugman, Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü, Çeviren Neşenur Domaniç, Literatür Yayınları, 3.Baskı İstanbul, s.22

piyasaların yerel piyasalardaki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla bir kısım öneriler ortaya atılmıştır.

Sermaye hareketlerine getirilen doğrudan kısıtlama önerileri iki şekilde gerçekleşmektedir:<sup>236</sup>Bunlar kantitatif kısıtlamalar ve vergi nitelikli kontrollerdir.

Kantitatif kısıtlamalarda yurt dışından fon girişi ve yurt dışına fon çıkışları yasaklanmaktadır. Genellikle ani sermaye çıkışlarında döviz kurundaki dalgalanmanın önüne geçmek amacıyla kullanılmaktadır.1997 yılında Malezya'nın açıkladığı kontroller kantitatif kısıtlamalara örnek gösterilebilir. Malezya 1997 yılında spekülative amaçlı ülkeye gelen sermayenin engellenmesi doğrultusunda doğrudan kısıtlamalar getirmiştir.

Malezya örneğinde olduğu gibi, Şili ve Kolombiya'da sermaye hareketlerinin etkilerini azaltmak amacıyla sermaye kontrolleri uygulamışlardır. Şili ve Kolombiya uygulamalarında sermaye hareketleri ülkeye girerken, Malezya uygulamasında ise sermaye hareketleri ülkeden çıkarken kontrole tabi tutulmuştur. İki Latin Amerika ülkesi kazançsız rezerv gereksinimi gibi dolaylı kontrolleri kullanırken, Malezya doğrudan kontroller kullanmıştır. İki Latin Amerika ülkesi sermaye hareketlerine karşı Malezya ile karşılaştırıldığında daha ılımlı önlemler aldığı söylenebilir. Şili ve Kolombiya kısmen başarılı olurken, Malezya'nın ise tam anlamıyla başarılı olduğu değerlendirilmektedir.<sup>237</sup>

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

Günümüzde vergiler devlete gelir sağlamanın yanında, ekonomik, sosyal ve bazen de politik hayata yön vermenin bir aracı haline gelmektedir. Gelir dağılımında adaleti sağlama, yatırımları ülke genelinde konumlandırma, enflasyonu düşürme ve ödemeler bilançosu açıklarını azaltma gibi bir dizi amaca yönelik olarak vergiler alınabilmektedir.<sup>238</sup>

Spekülative amaçlı uluslar arası dövizli akımların vergilendirilmesi konusunda ilk olarak 1978 yılında Nobel ödüllü Amerikalı iktisatçı James Tobin tarafından ortaya atılan bu vergi, mevcut konjonktürün de etkisiyle döneminde çok rağbet görmemiştir. Ancak 1990 yılından sonra ortaya çıkan krizlerde spekülative amaçlı fonların olumsuz etkilerine herkes inanmaya başlayınca, bu vergi uluslar arası kuruluşlar da dahil, ekonomik ve mali çevrelerde

<sup>236</sup> Cihan, Age, s.66

<sup>237</sup> Türkiye'de Finansal Sermaye Kontrollerine Yönelik Çözüm Önerileri, [www.ispanyol.com/finansal\\_sermaye\\_kontrolleri/finansalsermayekontrolleri.asp](http://www.ispanyol.com/finansal_sermaye_kontrolleri/finansalsermayekontrolleri.asp)(E.T:13.08.2006)

<sup>238</sup> İsmail Can, Ekonomik Krizlere Karşı Uygulanması Gereken Vergi Politikaları, s.3. [www.sgb.gov.tr/calismalar/yayinlar/md/md142/ekonomikkrizlere.pdf](http://www.sgb.gov.tr/calismalar/yayinlar/md/md142/ekonomikkrizlere.pdf) (E.T:15.10.2007)

tartışılmaya başlanmıştır. Bu tartışmayı gündeme taşıyan bazı gelişmeler şöyledir:<sup>239</sup>Son yıllarda ortaya çıkan döviz hareketlerinde önemli bir artış yaşanmaktadır ve bu sermaye akımlarının büyük bir kısmı spekülasyon amaçlıdır. Bu durum sermaye akımları karşısında ülkeleri savunmasız bırakmaktadır. Ayrıca finans piyasalarında yaşanan serbestleştirme bu piyasalardaki kırılganlığın artmasına, finansal krizlerin, oradan da reel ekonomik krizin ortaya çıkmasına ve sonuçta bütün ekonomiyi etkilemekte, çöküntüye neden olmaktadır. İşte spekülasyon amaçlı sermaye hareketlerinden alınacak vergiler yukarıda saydığımız programların realize edilmesi için bir kaynak oluşturabilir.<sup>240</sup>

Dünyada ortaya çıkan krizlerin etkilerini azaltma yönünde uygulanan istikrar programlarının önemli bir unsuru da vergiler olmuştur. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin ortaya çıkardığı dengesizlikleri gidermede sermaye hareketlerinin vergilendirilmesi gündeme taşınmıştır.<sup>241</sup>

Keynes'e göre, finansal piyasalarda uygulanacak işlem vergisi kısa vadeli sermaye hareketlerini engeller ve uzun vadeli sermaye akımlarını artırıcı yönde etki eder. Keynes'e göre hisse senedi piyasalarında uygulanacak böyle bir vergi kısa vadeli alım-satım yapanları negatif yönde etkileyecek, diğer yatırımcıları etkilemeyecektir. Örneğin %1 oranında bir işlem vergisi, her gün sürekli işlem yapılıyorsa bir haftada %180 kadar bir oranda işlem maliyetlerini artırır; oysa 10 yıllık uzun vadeli bir yatırımda efektif vergi oranı %2 gibi çok düşük bir orana tekabül eder.<sup>242</sup> Tobin'e göre bu vergi, uluslararası alanda bütün ülkelerde aynı oranda alınmalı ve değişik hükümetler tarafından kendi toprakları üzerinde gerçekleşen işlemler hangi döviz cinsinden olursa olsun bütün işlemler için geçerli olmalıdır. Verginin maliyeti, mali varlığın elde tutulma dönemi ile ters orantılı olduğundan spekülasyonu yavaşlatacaktır. Sermaye hareketi ne kadar kısa vadeli olursa, verginin maliyeti de o kadar fazla olacaktır.<sup>243</sup>

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

<sup>239</sup> Şükrü Kızılot ve Mustafa Durmuş, Ekonomik Kriz ve Kamu Maliyesi, Kriz ve IMF Politikaları, İstanbul, 2002, s.133-135

<sup>240</sup> Kızılot ve Durmuş, Age, s.134-135

<sup>241</sup> Can, Age, s.3

<sup>242</sup> Kazgan, Age, s.312

<sup>243</sup> Sarıççek, Agm, s.1

olumsuz etkileyeceği kesindir. Zira bu tür akımlara karşı koyabilmek için ülke rezervlerinin güçlü olması gerekir. Oysa spekülasyon amaçlı sermaye akımlarının miktarı dünya merkez bankalarının sahip olduğu rezervlerden daha fazladır. Durum böyle iken merkez bankalarının etkin bir para politikasını izlemesini beklemek aşırı iyimser bir yaklaşım olur.<sup>244</sup>

Ekonomik krizlerle birlikte sıkça vurgulanan kısa vadeli sermaye hareketlerinin denetlenmesinde önemli bir etkiye sahip olan bu tür vergilerin yatırımın vadesi kısaltıldıkça yüksek, vadesi uzadıkça düşük oranlı bir verginin alınması savunulmaktadır.<sup>245</sup> “International Bank Of Settlement”in yaptığı çalışma sonucu döviz piyasasında yapılan işlemlerin %80’i yedi gün ve daha kısa, %40’ı ise iki gün ve daha kısa süreli işlemlerden oluşmaktadır.<sup>246</sup>

Tobin vergisini savunanlara göre bu vergi küresel mali piyasaların yönetiminde katalizör görevi yapar. Çünkü vergi kısa vadeli spekülasyon sermaye akımları üzerinden alınırken, bu fonların yıkıcı etkisi azaltılmakta, piyasaları sakinleştirerek ani sermaye çıkışlarını caydırarak ulusal para otoritesini güçlendirmektedir.<sup>247</sup> Tobin vergisini uygulamanın avantajlarını savunanlara göre, uygulama güçlüğünü savunanların argümanına karşı olup, bu vergiyi uygulamanın söylendiği kadar zor olmadığıdır. Nitekim dövizli işlemlerin büyük bir kısmı sınırlı sayıda piyasalarda (Londra ve New York) az sayıda banka tarafından yapıldığından verginin tahsilâtı iddia edildiği gibi zor olmayacaktır.

Verginin uygulanması ile ilgili yapılan eleştirilerde, eğer bir vergi konulacaksa bütün hükümetlerin bunu tam olarak uygulamaları gerekir. Konulacak bir vergi dünya çapında olmalı ve tek tip vergi olmalıdır.

Tobin Vergisi’nin uygulaması aşamasında da bir kısım sorunlarla karşılaşmaktadır. Her şeyden önce vergi matrahının hangi işlemler için uygulanacağı, merkez bankalarının, kamu kurumlarının ya da uluslararası kuruluşların piyasalarda gerçekleştireceği işlemler vergiye tabi olacak mıdır? Yoksa bütün mali işlemler mi vergilendirilecektir? Yine bu çerçevede vergilenebilir işlemlerin de ne olacağı konusunda sorular akla gelmektedir. Sadece döviz alım satım işlemlerine vergi getirilmesi halinde döviz piyasalarındaki işlemlerin türev piyasalara kayma gibi riskleri bulunmaktadır.<sup>248</sup>

<sup>244</sup> Kızılot ve Durmuş, Age, s.129.

<sup>245</sup> Can, Agm, s.31

<sup>246</sup> Gökkaya, Agm, s.2

<sup>247</sup> Kızılot ve Durmuş, Age, s.135

<sup>248</sup> Sarıççek, Agm, s.2

Tobin Vergisi, geçmişte sadece Fransa, Şili ve Malezya'da çeşitli şekillerde uygulanmıştır. Günümüzde bazı gelişmiş ülkeler, Dünya Bankası, IMF, G-8 VE G-20 gibi ülke ve organizasyonlar bu verginin uygulanabilirliğini gündemlerine taşımışlardır.<sup>249</sup>

Günümüzde bu verginin uygulanmasına her ne kadar karşı çıkılsa da, bu tepki teknik nedenlerden çok siyasi nedenlere dayandığı söylenebilir.<sup>250</sup>

Bu vergiyi eleştirenlere göre günümüzde yaşanan yüksek oranlı devalüasyonların motive ettiği kar beklentisi % 0.1 - % 0.5 arasında bir verginin spekülative atakları caydıramayacağıdır. Son yıllarda Tayland ve Endonezya'da % 50, Brezilya'da % 40 ve Türkiye'de % 140 oranında yapılan devalüasyonlardan sonra yüksek kar beklentisi küçük oranda alınacak bir verginin işlemin yapılmasını engellemeyeceğidir.<sup>251</sup>

Tobin Vergisine yöneltilen diğer eleştirileri şöyle sıralayabiliriz:<sup>252</sup>

Birincisi, bu vergilerin piyasadaki hassasiyeti düşürdüğünü gösteren çok az gösterge vardır. Dolayısıyla vergi spekülative atakların önüne geçemez. Bu görüş IMF kaynaklı bir görüştür.

İkincisi, vergiden kaçınma ve sermayenin vergi cennetlerine kayma endişesi de vardır. Bu verginin uygulanmasıyla vergiden kaçınmanın ortaya çıkacağı ve sermayenin vergi bağışıklığı olan bölgelere kayacağıdır.

Çok tartışılmasına rağmen henüz uygulanmayan bu vergi, Türkiye'de dalgalı kur sistemine geçiş ile birlikte daha yakından hissedilen döviz kuru dalgalanmaları sorununa rağmen henüz tanınmamakla birlikte, spekülasyondan kaynaklanan döviz kuru ataklarının engellenmesinde piyasa kaynaklı çözüm yöntemi olarak uluslararası akademik çevrelerde giderek daha fazla destek bulmaktadır.<sup>253</sup>

## 2.8. Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Krizler

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

<sup>249</sup> Zeynep Arıkan, Hatice Yurtsever, "Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesine İlişkin Bir Öneri", Vergi Sorunları Dergisi, Sayı, 189, 2004, s.131-132

<sup>250</sup> Aysel Arıkboğa, Tobin Vergisi Önerisi,

<http://www.Istanbul.edu.tr/iktisat/Maliye/bulten7/tobinvergi.hetml>.(E.T:06.10.2006)

<sup>251</sup> Kızılot, Durmuş, Age, s.137

<sup>252</sup> Kızılot, Durmuş, Age, s.138

<sup>253</sup> Sarıççek, Agm, s.4

etkisini gösteren kriz türleri ortaya çıkmıştır.<sup>254</sup> 1990'lı yıllarda giderek yaygınlık kazanan parasal krizler artık günümüzde olağan bir durum olarak algılanmaktadır. Ard arda yaşanan krizler ortak özellikler taşımakla birlikte, her yeni kriz yeni tartışmaları da birlikte getirmektedir. Öyle ki iktisatçılar, iş dünyası, uluslar arası finans kuruluşları ve politika yapıcılarının artık kriz teorilerini nesillere ayırarak incelemeleri olağan bir durum olarak görülmektedir.<sup>255</sup>

Dünyada yaşanan ekonomik krizler 1980 öncesinde daha çok talep ve maliyet krizleri şeklinde ortaya çıkarken günümüzdeki krizlerin finansal karakterli olması, özellikle sermaye akımlarını uluslar arası rekabete açan ülkelerde finansal krizlere daha çok rastlanmaktadır.<sup>256</sup>

### 2.8.1. Krizin tanımı ve türleri

Kriz kelimesi Yunanca “krisis” kelimesinden türemiştir. Başka bilim dallarında farklı anlamları ifade eden bu kavram, iktisat terminolojisinde bir ülkenin dengeli durumdan dengesiz bir duruma, istikrarlı bir durumdan istikrarsız bir duruma, kısaca iyi bir durumdan kötü bir duruma düşmesidir.<sup>257</sup>

Krizin başka tanımları da yapılmaktadır. Bu tanımların bir kaçı aşağıda açıklanmaktadır.

Kriz; herhangi bir mal, hizmet, faktör veya döviz piyasasındaki fiyat veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının dışında gerçekleşen dalgalanmalardır.<sup>258</sup>

Ekonomik kriz, para, mal, sermaye ve hizmet piyasalarında karar birimlerinin aşırı ihtiyatlı ve tedirgin davranmalarına neden olan ve ekonomik göstergelerde bozulma durumunu yansıtan bir güven kaybı olarak nitelendirilebilir.<sup>259</sup>

Finansal Krizler ise döviz ve hisse senedi gibi finansal piyasalarda şiddetli fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde bankalara geri dönmeyen kredilerin aşırı derecede

<sup>254</sup> Korkut Boratav, Yeni Düzeni Nereye, İmge Yayınları, 2.Baskı, 2004, s.107

<sup>255</sup> Korkut Ertürk, “Parasal Kriz Teorileri Üzerine Notlar, İktisadi Kalkınma Kriz Ve İstikrar”, Köse, Yeldan ve Şenses, 2002, s.225

<sup>256</sup> Metin Toprak, Küreselleşme ve Kriz, Türkiye ve Dünya Deneyimi, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2001, s.170

<sup>257</sup> Ali Özgüven, İktisadi Krizler, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1,Yıl, 7, Sayı, 41, Ankara.2001, s.57

<sup>258</sup> Bengi Kibritçioğlu, Parasal Krizler, Hazine Müsteşarlığı Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Ankara,2000, s.5

<sup>259</sup> Erdal Türkan, Ekonomik Kriz ve Güven Faktörü, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Şubat, 2006, Agm, s.93

artması sonucunda yaşanan ciddi ekonomik sorunlar olarak tarif edilebilir.<sup>260</sup> Finansal Krizler Dış Borç Krizleri, Banka Krizleri ve Para Krizleri olmak üzere üç ana başlık altında toplanabilir.<sup>261</sup>

Bir ülkede kamu ve özel kesimin borçlarını ödeyememesi halinde dış borç krizi ortaya çıkmaktadır. Kamu iç/dış borç stoku krizlerle iki yönlü etkileşim içindedir. Bir yandan krizlerin ortaya çıkmasında rol oynayan faktörler arasında sayılır, diğer yandan da her kriz borç stokunu yükselten unsurları devreye sokar. Borç stoku büyüdükçe krizin etkilerini hafifletecek politikaların uygulanması zorlaşır.<sup>262</sup>

1970'li yıllardan sonra ortaya çıkan finansal krizler, bu krizlerin nedenleri ve sonuçları üzerine yeni çalışmalar yapmaya yöneltmiştir. Bu konuda yapılan ilk çalışmalar birinci nesil kriz modelleri olarak bilinir ve esasen Meksika ve Arjantin krizlerini ortaya çıkaran nedenler üzerinde durur.<sup>263</sup>

Birinci nesil kriz teorilerine göre krizler, makro ekonomik yapısı zayıf ülkelerde kamu harcamalarının artması sonucu ortaya çıkan bütçe açıklarının Merkez Bankası kaynaklarından finanse edilmesinden kaynaklanmaktadır.<sup>264</sup> Bu modele göre nominal döviz kuru reel döviz kurunun altında tutulursa, bütçe açığı ve para arzı iki önemli değişken haline gelir. Şöyle ki, bütçe açığı yaşayan bir ekonomi döviz kurunu baskı altında tutarsa döviz krizi kaçınılmaz hale gelir. Daha da önemlisi bu yaklaşımda döviz krizi ile cari işlemler açığı arasındaki bağ kopmaktadır. Cari açık bir ülkenin yurt dışından net borçlanıcı olduğunu gösteren bir kavram olduğuna göre dış ticaret hadlerindeki olası bir kötüleşme ülkenin dış borç ödeme kabiliyetine önemli ölçüde zarar verebilir. Bu durumda yabancı yatırımcılar böyle bir ülkeye borç vermekten imtina etmektedirler. Sabit döviz kuru sisteminde, bu senaryonun bir krize fırsat vermemesi için döviz kurunun devalüe edilerek ülkenin ihracattaki rekabet gücünün artırılması en uygun yoldur.<sup>265</sup> Bütçe açıklarını finanse etmek için para arzı artırılacak, para arzındaki artış ise kur üzerinde baskı oluşturacaktır. Bu modelde Merkez Bankaları kuru koruyacak şekilde yeterli rezerve sahip değilse kriz kaçınılmazdır.<sup>266</sup>

<sup>260</sup> Aykut Kibritçioğlu, Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl,7, Sayı, 41, Ankara, 2001, s.175

<sup>261</sup> Seçil Uyar, Bankacılık Krizleri, Ankara, 2003, s.31

<sup>262</sup> Kazgan, Age, s.11.

<sup>263</sup> Akdiş, Age, s.94

<sup>264</sup> Nihat Işık, Mehmet Alagöz, Metin Yıldırım, 1990 Sonrası Türkiye'de Yaşanan Krizler, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, s.241

<sup>265</sup> Pesenti P ve Tille C, The Economics,of Currency Crises and Contagion:An Introduction, FRBNY Economic Policy Review, 2000, s.5

<sup>266</sup> Gökhan Karabulut, Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizin Nedenleri, Der Yayınları, İstanbul, 2002, s.3.



Birinci nesil kriz modelinde spekülâtif atağın büyüklüğüne paralel olarak parasal taban daralmaya başlar, faiz oranlarındaki artış nedeniyle de ulusal paraya olan talep azalır. Bu gelişmeler sonrasında rezervler sıfıra iner. Uygulanmakta olan sabit döviz kurunun ne zaman çökeceği ise kriz öncesi rezerv miktarına ve yurt içindeki kredi büyüme hızına bağlıdır. Bu iki parametrenin tersine işlemleri uygulanan kur rejiminin ömrünü biraz daha uzatmış olur.<sup>267</sup>

Birinci nesil teorilerde krizi oluşturan ana unsur, hükümetlerin uyguladıkları iç makro ekonomik politikaların sürdürülemezliği sonucu spekülâtorlerin bunu fark etmesine dayanır.<sup>268</sup>

Birinci nesil kriz modeli çalışmaları ilk çalışmalar olduğundan bir kısım eksiklikleri bünyesinde barındırmaktaydı. Bu kısıt, teorinin kendi varsayımlarından kaynaklanmaktadır. Ayrıca 1990'lı yıllardan sonra ortaya çıkan krizlere birinci nesil kriz teorileri cevap bulamayınca teoriye duyulan güven sarsılmıştı.<sup>269</sup>

İkinci nesil modellere göre spekülâtif atakların başlaması için Merkez Bankasının kurun düzeyini koruyacak rezerve sahip olması şart değildir. Döviz kurunu düşük tutmanın maliyeti olan yüksek faiz politikası sürdürülebilir değildir. Böyle olursa uzun vadede durgunluk ortaya çıkar. Hükümetler ekonomik durgunluğu göze alamıyorsa yeterli döviz rezervine sahip olursa da döviz kuruna baskı yapılması terk edilebilir.<sup>270</sup>

İkinci nesil teorilerde spekülâtorleri harekete geçiren unsur, var olan istikrarsızlık değil, beklentilerdeki değişimdir.<sup>271</sup>

Yaşanan her yeni kriz bir önceki krizle ortak yönleri yanında farklı konjonktür yapılarından dolayı yeni olan durumları da beraberinde getirmektedir. İkinci nesil kriz teorilerinin tartışmaları bitmeden ortaya çıkan Meksika ve Güneydoğu Asya krizleri yeni kriz modellerinin ortaya atılmasına neden oldu. Örneğin bazı iktisatçılar Meksika krizinin toplam talepteki artıştan kaynaklandığını (birinci nesil teori) iddia ederken, bir kısmı da krizi ortaya çıkaran faktörler reel ekonomik nedenler değil, para piyasalarında spekülâtorlerin beklentileri sonucu ortaya çıktığını savunurlar.<sup>272</sup>

<sup>267</sup> Hacıhasanoğlu, Age, s.10.

<sup>268</sup> Ertürk, Agm, s.236

<sup>269</sup> Muhammed Akdiş, Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye, Beta Yayınları, İstanbul, 2000, s.96.

<sup>270</sup> Karabulut, Age, s.3.

<sup>271</sup> Ertürk, Agm, s.236.

<sup>272</sup> Ertürk, Agm, s.227.

### 2.8.2. Krizlerin nedenleri

Finansal sistem içerisinde borç alanlarla borç verenler arasında asimetrik bilgi problemi ortaya çıkmaktadır. Asimetrik bilgi problemini ortaya çıkaran da ters seçim ve ahlaki risktir. Bu problem piyasa katılımcılarından bir tarafın (borç alanın) diğer taraftan (borç verenden) daha farklı bilgilere sahip olmasını ifade eder. Bu durum finansal piyasaların piyasada olmayan bir sorunun ortaya çıkmasına, piyasaların bozulmasına daha da öte piyasaların çökmesine neden olmaktadır.<sup>273</sup>

Ahlaki Risk, borç alanın borcun geri ödemesini zora sokan davranış veya durum içine girmesidir. Örneğin borçlunun aşırı risk alması borcun ifasını zora sokar. Borcun geri ödemesini güçleştirir, borçlu taahhütlerini yerine getiremez.

Ters Seçim ise Gresham kanununda öngörülen kötü paranın iyi parayı piyasadan kovduğu gibi, menkul kıymetler borsasında değerli kâğıt arz edenlerin piyasadan çekilerek daha değersiz kâğıt satanların piyasada kalmasını ifade eder.

Yukarıda açıklamaya çalıştığımız asimetrik bilgi sorunu finansal krizin tanımlanmasında önemli ipuçları vermektedir. Dolayısıyla finansal krizin tanımı daha ayrıntılı olarak şöyle yapılabilir:<sup>274</sup> Ters seçim ve ahlaki riskin en olumsuz bir biçimde ortaya çıktığı ve bu nedenle tasarrufların en etkin şekilde yatırıma dönüştürmesi sürecinde piyasaların etkisiz kaldığı durum, finansal kriz olarak tarif edilir.

Bankacılıkta borç verenler yani banka ve finans kurumları borç alanın kredibilitesini tam olarak bilmezler. Alıcı hakkında istihbarat çalışmaları bankaya ek maliyet getirir. Krediyi alanlar da ortalama yatırımcı gibi hareket etmemekte, yüksek maliyetli fon temin etmekten geri durmamaktadır. Doğal olarak kredi alanın bu maliyeti taşıyabilmesi için aldığı krediyi riskli yatırımlara yönlendirmesi kaçınılmaz bir durumdur.<sup>275</sup>

<sup>273</sup> Asimetrik Bilgi ve Limon Problemi, Çoğu piyasada olduğu gibi finansal piyasaların da iyi işleyebilmesi için kamu müdahalesinin gerektiğine inanan 2001 Nobel Ekonomi ödüllü Akerlof, bu piyasaları ikinci el otomobil piyasasına benzetmiştir. Akerlof'a göre ikinci el piyasada satıcı, satışa konu olan aracın mevcut durumunu çok iyi bilmesine rağmen alıcının araç hakkında tam bilgisi yoktur. Dolayısıyla alıcı yanılabilceğini de düşünerek alacağı araba için ortalama bir fiyat teklif etmektedir. Ancak iyi araç satanlar bu fiyatı kabul etmeyeceklerdir. O zaman doğal olarak böyle bir piyasada iyi araçların satışı olmayacaktır. Böyle bir durumu ortaya çıkaran neden, asimetrik bilgi problemidir. Yani alıcı ile satıcı aynı varlıkla ilgili farklı enformasyona sahiptir. Bu varlık hisse senedi gibi finansal bir varlık da olabilir. George A. Akerlof, The Markets for "Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism" "Quarterly Journal of Economics, Vol, 84, No 3, 1970, pp.488-500

<sup>274</sup> Oruç, Age, s.3.

<sup>275</sup> Karabulut, Age, s.8.

Her finansal istikrarsızlık ve ortaya çıkan kriz, finansal krizleri önceden tahmin etme, bu krizlerden kaçınma ve bu krizleri yönetme konularında pek çok değişik bakış açısını beraberinde getirmiştir. Finansal krizlerin nedenleri ekonomik ve finansal politikalar açısından bu krizlerin önceden öngörülmesi konusunun önemini artırmaktadır. Finansal krizler önceden öngörülebilir ya da finansal krizlere yol açan faktörler ve gelişmeler sağlıklı bir şekilde değerlendirilebilirse, politika belirleyici ve uygulayıcı otoritelerin önceden gerekli önlemleri alabilmelerine imkân sağlanmış olacaktır.<sup>276</sup>

Finansal krizlerin zamanı ve yapısı nedeniyle önceden tahmin edilmeleri oldukça güç bir işlemdir. Bu zorlukları en az hasarla önlemek amacıyla günümüzde finansal sistem istikrarına yönelik geliştirilen ve kullanılan çok çeşitli yöntemler, araçlar ve göstergeler mevcut olmakla birlikte, hangi yöntem, araç veya göstergelerin finansal krizlerin önceden tahmininde ve/veya finansal istikrarın sağlanmasına yönelik çabalara hangisinin katkısının daha fazla olduğu yönünde bir kesinlik bulunmamaktadır. Diğer yandan, ülkeler arasında kullanılan yöntemler, araçlar ve finansal istikrar hedefinin sağlanmasında sorumlu kurumlar, mücadele biçimleri, ülkenin ekonomik yapısı gereği farklılıklar bulunmaktadır.<sup>277</sup>

Yirminci yüzyıl bireysel ülke bazında ve dünya geneline yayılan çeşitli finansal istikrarsızlık tecrübelerine tanık olmuştur. Dünya üzerinde çok sayıda finansal kriz yaşanmaktadır. Büyük-küçük krizlere bakıldığında her 19 ayda bir kriz yaşanmıştır. 1970’li yıllarda bir çok kriz yaşanmasına rağmen global ölçekli ve yansımaları daha geniş olan krizlerin başlıcaları, Latin Amerika krizleri, Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) krizi, Güneydoğu Asya krizi, Rusya krizi ve Brezilya krizleridir. Türkiye’de de 1958, 1978, 1994 ve 2000–2001 yıllarında krizler ortaya çıkmıştır.<sup>278</sup>

Son yıllarda ortaya çıkan finansal krizlerin hemen hepsinin gelişmiş ve az gelişmiş ülke ekonomilerinde yaşandığı görülmektedir. Bunun nedeni gelişmiş ve az gelişmiş ülkelerde yatırımcılar arasında panik ortamının oluşmasını engelleyen mekanizmaların yokluğudur. Örneğin, ABD’de Merkez Bankasının(FED) son kredi merci mekanizması olarak 2007 yılında ortaya çıkan konut finansmanı kredilerinde olduğu gibi, herhangi bir kriz anında kriz sinyali

<sup>276</sup>Melih İpeker, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü, TCMB Yayınları, Ankara, 2002, s.37

<sup>277</sup>İpeker, Agm, s.37.

<sup>278</sup>Akdiş, Age, s.59

alındığında bankaların likidite ihtiyaçlarını karşılayacak mekanizmanın kurulması, krizleri önlemeye yönelik bir yapılanmaya örnek verilebilir.<sup>279</sup>

Son dönemlerde uluslararası rezervlerde azalma, kamu borç stoklarında yükselme, düzgün işlemeyen bir bankacılık sistemi, sermaye hareketlerinde görülen yüksek dalgalanma, faiz oranlarındaki değişimler ve ekonomideki yapısal sorunlar finansal krizlere yol açan makro nedenler olarak sayılabilir.<sup>280</sup> Boratav'a göre kamu kesimi dengesizliklerinin finansal krizin ön koşulu olduğu görüşü giderek terk edilmektedir. Finansal krizlerin, esas olarak ulusal veya uluslar arası sermayenin, yani özel sektörün tökezlemesinden kaynaklanmaktadır.<sup>281</sup>

Corsetti G, Pesenti P ve Roubini uluslararası portföy yatırımcılarının hareketlerinin çıkan krizlerde rolünü incelemişler ve önemli bulgular elde etmişlerdir. Elde ettikleri ampirik sonuçlar, büyük yatırımcı gruplarının birlikte davranış ve strateji sergilediklerini ve 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerde etkili olduğunu ortaya koymuşlardır.<sup>282</sup>

Borç krizlerinde cari işlemler bilançosu açıkları ile birlikte kısa vadeli dış borçlarda hızlı artışlar görülür. Bu borçların az bir kısmı kamuya aittir. Önemli bir kısmı özel kesim kaynaklıdır. Bu borçlar yenilendikleri sürece faizleri ile birlikte çıg gibi büyürler. Sonunda kredi verenlerin risklerinin arttığı bir döneme girilir. Bu aşamada faizler yükselir, alınan borçların vadeleri kısılır. Belirli bir süreden sonra da borçlar sürdürülemez bir hal alırlar. Daha da öte 2001 krizinde olduğu gibi, kredilerin geri çağırılması bile söz konusu olabilir. Geri çağırılan borçlar ödenemeyince borç krizlerini ortaya çıkarır.<sup>283</sup>

Banka krizleri ise bankaların iflaslar veya yetersizlikleri sonucu bankaların yükümlülüklerini yerine getirememesinden kaynaklanır. Bazı durumlarda bankalar sorumluluklarını yerine getiremediğinde kamu otoritesinin bankalara yaptığı müdahale banka krizlerinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Banka ve diğer finans kuruluşlarının ödeme güçlerini kaybetmeleri sonucu yaşanan banka iflasları, maliyeti daha yüksek olabilecek genel bir krize dönüşebilmektedir.

<sup>279</sup> Ö.Faruk Çolak, Hakan.N.Ardor ve Tuncay Mengü, Finansal Kriz ve Bankalar, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl,7, Sayı,41, Ankara, 2001, s.702.

<sup>280</sup> Barry Eichengreen, Predicting, Preventing and Managing International Financial Crises, 1998, s.1-2, (<http://financialservices.house.gov/banking/91498eic.htm>, E.T:20.12.2005)

<sup>281</sup> Boratav, Yeni Dünya Düzeni, s.47

<sup>282</sup> Corsetti, Pesenti, Roubini, s.322

<sup>283</sup> Kazgan, Age, s.13-14.

Döviz krizlerini belirleyen faktörler şöyle sıralanmaktadır.<sup>284</sup>Zayıf temel makro ekonomik göstergeler ve hatalı iktisat politikaları, finansal altyapının yetersizliği, ahlaki risk ve asimetrik enformasyon, piyasadaki kreditorlerin ve uluslar arası finansörlerin gelecek hakkındaki olumsuz beklentileri, beklenmedik olaylar ve gelişmeler döviz krizlerine neden olabilmektedirler. Aşağıdaki tablo 1980’li yılların başlangıcı ile, 1997 yılına kadar ilgili ülkelerin önemli bir kısmı sermaye hareketlerini serbestleştirdikten sonra farklı şiddetlerde krizler yaşadıklarını göstermektedir.

**Tablo 2. 10:** Sermaye Hesabı Liberalizasyonu ve Finansal Krizler

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

**Kaynak:** Williamson ve Mahar, Age, s.91

<sup>284</sup> Aykut Kibritçioğlu, Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı,Cilt 1, Yıl, 7, Sayı, 41, Ankara, 2001, s.175.

Tablo 2.10’da ülkelerin kriz yaşamadan önce beş yıl içerisinde finansal liberalleşme ve sermaye hareketlerini serbestleştirme ile kriz ilişkisi açıklanmaktadır. Tablodaki verilere göre, bütün ülkelerin finansal liberalizasyona gittikten sonra krizle karşılaştıklarını iddia edebilmek mümkün olamamaktadır. Bazı ülkelerde liberalizasyonu takiben krizlerin ortaya çıktığı, diğer bir kısım ülkelerde ise liberalizasyonun krizlerde etkisi olmakla birlikte, kendisi doğrudan kriz nedeni sayılmamaktadır.

Yukarıdaki ülkelerin çoğunda yaşanan döviz krizleri, genelde sabit kur politikası uygulayan ülkelerde enflasyonu önleme politikası sonucu ortaya çıkmaktadır.<sup>285</sup> Döviz krizleri ile bankacılık krizleri arasında güçlü bir etkileşimin olduğu da söylenebilir. Döviz kurunun sabitlenmesi veya reel değerinin altında tutulması, bankacılık sektörünü krize karşı daha kırılgan hale getirmektedir. Döviz kurunu baskı altında tutmak, bankaların açık pozisyonlarını teşvik edecek etkiler ortaya çıkarır. Bu durum kur riskini de yükseltmiş olur. Dövizle borçlu olan bankalar kur riskini azaltmak niyeti ile dövizle kredi verme seçeneğini kullanırken firmaları da dövizli kredi kullanmaya teşvik eder. Sonuçta ortaya çıkması muhtemel bir kriz hem bankacılık kesimini, hem de bu kaynağı kullanan özel kesimi etkilemiş olur.<sup>286</sup>

Öte yandan mevcut ekonomik koşullar hem bankacılık krizini hem de döviz krizlerini tetikleyen unsurları barındırabilmektedir. Örneğin, ülke dışına yoğun sermaye çıkışlarının yaşandığı dönemlerde, bankaların mevduat stokunu azaltırken, Merkez Bankalarının döviz kurunu savunmadaki iradeleri, rezervler üzerinde baskı oluşturabilmektedir.<sup>287</sup>

Bankacılık krizlerinin döviz krizlerinden daha uzun süreli olduğu gözlenmiştir. Bankacılık krizi para krizine yol açacağı gibi, para krizi de bankacılık krizine neden olabilir. Ancak her iki kriz arasında mutlak anlamda sebep-sonuç ilişkisi de aranmamalıdır. Türkiye’de banka krizi olarak başlayan 1994 krizi sonraları para krizine dönüşmüştür.<sup>288</sup>

Caprio ve Klingebiel banka krizlerinin nedenlerini şöyle sıralamaktadır:<sup>289</sup> Banka sermayelerinin yok olması, kredilerin geri dönüşüm oranlarının %15–20 düzeyini geçmesi, bankacılık kesiminde ortaya çıkan rehabilitasyon maliyetinin ülke GSYİH’nın %3–5

<sup>285</sup> Eren ve Süslü, Agm, s.665.

<sup>286</sup> Karabulut, Age, s.105

<sup>287</sup> M.Necat Coşkun, Gazi Üniversitesi, İİBF Dergisi, Cilt 3, Sayı 2, 2001, Ankara, s.42

<sup>288</sup> Uyar, Age, s.33.

<sup>289</sup> Caprio Gerard, Klingebiel Daniela, Bank Insolvencies: Crosscountry Experience, Worldbank Working Papers, No:1620

seviyelerini aşması, deregülasyon sürecinin hızına uyum sağlanamaması ve nominal döviz kurunda istikrarın bozulması bankacılık krizinin nedenlerinden sayılmıştır.<sup>290</sup>

Bir ekonomide bir veya daha fazla finansal kurumun kapatılması, başka bir finansal kurumla birleşmesi veya el konulması ile bankalardan kaçış başladığında kriz başlamış demektir.<sup>291</sup>

Yukarıdaki açıklamalar ışığı altında gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin izlediği yol şöyle sıralanabilir:<sup>292</sup>

Banka bilânçolarında bozulma, faiz oranlarında yükselme, borsada düşüş, belirsizliklerde artış, finansal krizin ortaya çıkmasına ilk etki eden faktörlerdir. Bu olaylar gerçekleşikten sonra, ters seçim ve ahlaki tehlikede artış olmaktadır. Bu artış döviz krizine neden olmaktadır. Bankacılık krizi ortaya çıktıktan sonra ekonomik faaliyetlerde düşüş yaşanmaktadır. Bu ikinci dalga bankacılık krizinin ortaya çıkmasını sağlamaktadır.

### 2.8.3. Krizlerde öncü göstergeler

Sermaye Hareketlerinin serbestleşmesi sonrasındaki gelişmeleri inceleyen birçok çalışmada<sup>293</sup> sermaye akımlarının yöneldiği ülkelerde öncelikle ulusal paranın hızla değer kazandığını, ekonominin hızlı büyüdüğünü, bu sürecin de cari işlemler açığını yükselttiğini ortaya koymaktadır. Sermaye girişi dolayısıyla ulusal paradaki değer artışı ve kredi hacmindeki artış ithalatı artırdığını, ihracat artış hızını da yavaşlattığını, bu gelişmelerin sonucu olarak da cari işlemler açığının yükseldiği görülmektedir.

Cari açığın oluşmasına etki eden faktörlerden birincisi, yurt dışına yapılan faktör ödemeleri, (dış borç faiz ödemeleri) ikincisi ise mal ve hizmet ticaret açığıdır.<sup>294</sup>

Bir kriz göstergesi sayılan Cari Açık/Döviz Rezervleri oranı cari açığın yüksek olduğu ülkelerde piyasalardaki dalgalanma sonucu dövize olan talebin artması, oranın yüksek olmasına neden olmaktadır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinde

<sup>290</sup>Pelin Ataman Erdönmez, Burçak Tulay, İsvç Bankacılık Krizi ve Bankacılık Sisteminin Yeniden Yapılandırılması, Türkiye Bankalar Birliği, Şubat 2001, s.4-5.

<sup>291</sup>Gülsün Gürkan Yay, Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, İTO Yayınları, No:47, s.22

<sup>292</sup>Frederich S Miskhin, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, 6.bsk. The Addison-Wesley, Boston, 2001, s. 206", dan; Metin Toprak, Küreselleşme ve Kriz, s.103

<sup>293</sup>Kaminsky vd, Calvo vd, Fernandez-Arias ve Montiel, Calvo ve Vegh

<sup>294</sup>Nurhan Yentürk, Birikimin Kaynakları, İktisadi Kalkınma Kriz ve İstikrar, Köse Yeldan, Şenses, s.476.

meydana gelebilecek azalma, güçlü döviz rezervine sahip olunması gereğini zorunlu kılmaktadır.<sup>295</sup>

Krizlerde öncü göstergelerden birisi de Kısa Vadeli Dış Borç/Döviz Rezervleri oranıdır. Bu değişken uygulanan para politikasının ortaya çıkardığı belirsizliği somut olarak ve anında yansıtmaktadır.<sup>296</sup>

Kamunun ve özel sektörün aşırı borçlanması en önemli kriz göstergesi sayılmaktadır. Özellikle kısa vadeli borçların uluslar arası rezervlere oranının yükselmesi, birçok çalışmada kriz göstergesi olarak değerlendirilmiştir.<sup>297</sup> Kısa vadeli dış borçların döviz rezervlerine oranı ülkenin yeterince veya hiç kaynak bulamaması halinde kısa vadeli dış borcunu çevirmede sorun yaşayıp yaşayamayacağını gösteren bir orandır.<sup>298</sup> Bu oranın 1'e yakın olması ülkenin bir kriz anında vadesi geldiğinde hemen çekilebilecek kısa vadeli borçları karşılayabilecek güce sahip olduğunu göstermektedir.<sup>299</sup>

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

Krizin ön habercisi olarak değerlendirilen Kısa vadeli dış borç/Döviz rezervleri oranı Meksika krizi öncesinde %260; Asya krizi öncesinde Endonezya'da %170; Tayland'da %150; Filipinler'de %90; Malezya'da ise %60 değerine ulaşmıştır. Dolayısıyla söz konusu oranın asgari %60 sınırının, uluslararası finans çevrelerinde "kritik" bir eşik olarak algılandığı söylenebilir. Türkiye'de ise bu göstergenin, ekonominin uluslararası sermaye hareketlerine tamamen denetimsiz olarak açılmış olduğu 1989 sonrası dönemde %100'ün altına hiç inmemiş olduğu görülmektedir. Bu yapı sadece Türkiye'ye özgü bir durum değil, çoğu yükselen piyasalarda görülen bir özelliktir.<sup>300</sup>

Bir diğer kriz göstergesi Cari Açık/GSYİH oranıdır. Cari işlemler açığı temelinde bir döviz ihtiyacını ifade etmektedir.<sup>301</sup> Bunu anlamı ise ülkede yerleşik olanların yurt dışında yerleşik olanlar arasındaki mal ve hizmet alım satımları, çalışma karşılığı elde edilen gelirler,

<sup>295</sup> TÜSİAD, 2006 Yılına Girenken Türkiye Ekonomisi, s.93.

<sup>296</sup> Uygur, Krizden Krize Türkiye, s.18.

<sup>297</sup> Yentürk, Age, s.163

<sup>298</sup> Ardiç, Age, s.278

<sup>299</sup> Makrodak, Dışbank, Yayınları, Yıl.1, Sayı 2, s.11

<sup>300</sup> Kazgan, Age, s.265.

<sup>301</sup> Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, Para ve Sermaye Piyasalarının Vergilendirilmesi, 2005-Mayıs 2006, s.13



mali işlemlerden elde edilen kazançlar (faiz, kâr payı ödemesi) ve transferler toplamı arasındaki farkın olumsuz olmasıdır.<sup>302</sup>

IMF eski başkanlarından Stanley Fischer, cari açığın yaklaşmakta olan bir kriz göstergesi olduğunu, gerçekleşen ve beklenen cari açığın büyümesi halinde ülkenin devalüasyona davetiye çıkaracağını söylemektedir. 1992 Meksika ile ilgili yaptığı bir değerlendirmede, Meksika'nın cari açığının çok yüksek olduğunu, bunun büyük ölçüde portföy yatırımları ile finanse edildiğini söyleyerek, bu akışkanlığın daha sonra geri döneceğini ve ülkenin er ya da geç döviz kurunu düşüreceğini açıklamaktadır.<sup>303</sup>

Cari Açıkla ilgili tartışmaların yoğunluk kazandığı nokta, hangi şartlarda cari açığın bir krize yol açacağı düşüncesidir. Cari açığın sürdürülebilirliği ülkenin gelecekte dış ticaret fazlası verme potansiyeline ve aldığı borçları, bu borçların ödenmesinde kolaylık sağlayacak yatırım alanlarına kanalize etmesine bağlıdır. Alınan borçlar dış ticarete konu olmayan gayrimenkul gibi alanlara yatırılırsa borcun sürdürülebilirliği tehlikeye girebilmektedir.<sup>304</sup>

Eğilmez'e göre günümüzde artık cari açık tek başına kriz nedeni sayılmamaktadır. Eğer cari açık tek başına kriz nedeni oluştursaydı cari açığı %7'nin üzerinde olan ABD'de ve AB'ye yeni üye olmuş ülkelerin yüzde 5'in üzerindeki cari açıklarla krize girmeleri gerekirdi. Yazar'a göre, ABD öteden beri cari açık vermesine rağmen parası rezerv para olduğu için, dünya üzerinde büyük ekonomi olmanın verdiği güçle yatırım ve kaynak çekebildiği için sorun oluşturmamaktadır. AB'ye yeni üye olmuş olan ülkeler ise AB'nin kendilerine getirdiği risk azalışının yarattığı ivme ile büyük miktarda doğrudan yabancı sermaye çekmekte ve cari açıklarını finanse etmektedirler.<sup>305</sup>

Akdiş'e göre dünyada cari açık sorunu olan tek ülke Türkiye değildir. ABD yıllardır cari açık veriyor ve 2005 yılı cari açığı 730 milyar dolar, Cari açık/GSMH oranı ise %6,2 civarındadır. 2005 yılı itibarıyla Portekiz'in cari açığı %7'lerde, İspanya %6'larda, Yeni Zelanda %7'lerde, Yunanistan %4 civarındadır.<sup>306</sup>

M2Y/Döviz Rezervleri de kriz göstergesi olarak gösterilmektedir. Finansal serbestliğe sahip ülkelerde finansal kırılganlığı yansıtan önemli göstergelerden birisi olan M2Y/Döviz rezervleri oranı, likidite oranı göstergesi niteliğinde olup, dövizle yönelik

<sup>302</sup> Hasan Ersel, Cari Açık İçin Kısa Dönemde Yapılacak Bir Şey Yok,

<http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?type=article&cid=326>.(E.T:22.09.2006)

<sup>303</sup> Stanley Fischer, Comments on Dornbusch and Warner, Brookings Paper on Economic Activity, No:1, s.304-309

<sup>304</sup> Hacıhasanoğlu, Age,s.9.

<sup>305</sup> Radikal, Cari Açık Kapanmaz, Mahfi Eğilmez, 21.02.2006

<sup>306</sup> Muhammed Akdiş, "Cari Açık Krizin Habercisi mi?", <http://ekonomi.blogcu.com/296694/>(ET: 23.12.2007)

spekülatif atakların olduğu dönemlerde Merkez Bankasının bu talebin ne kadarını karşılayabildiğini ifade eder. Krugman'a göre dövize olan aşırı talebin yüksek olduğu ülkelerde ilgili ülke merkez bankasının döviz kurunu stabil tutma gayretleri genellikle mümkün olamamakta, bu durum krize yol açmaktadır.<sup>307</sup>

Finansal serbestleşmeye giden ülkelerde M2Y/Döviz rezervleri oranı finansal kırılganlığı yansıttığından dövize yönelmenin yaşandığı durumlarda Merkez Bankası rezervleri dövize olan talebin hangi oranda karşılayacağı önem kazanmaktadır.<sup>308</sup>

Diğer bir kriz göstergesi Banka Kredileri/ Döviz Rezervleri oranıdır. Daha önce sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerinden bahsedilen bölümde açıklandığı gibi, finansal serbestleşmeye giden ülkelerde bankalar yurt içinde olduğu gibi fon arz edenler ile fon talep edenler arasında köprü görevi yapmakta, yurt dışından temin ettikleri kredileri yurtiçindeki yatırımcılara sunmaktadır. Dolayısıyla yurt dışından temin edilen kredi kadar bankanın ödünç verebileceği fon miktarı da yükselmektedir. Bu durum bankaları kredi vermeye yönlendirmektedir. Döviz kurunun düşük olduğu dönemlerde bankalar için cazip olan bu durum kurların yükselmesiyle birlikte bankaların yükümlülüklerini yerine getirebilmek amacıyla, dövize olan talep yükselmekte bu durum döviz kurunun daha da yükselmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla bankaların yurt dışından temin ettikleri kredilerin geri ödenmesi zor olmaktadır. Yapılan bütün araştırmalar kredi hacmindeki genişlemenin bir kriz göstergesi olduğunu ortaya koymaktadır.

Yüksek global likidite ortamında bir çok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi Türkiye'de de ulusal para birimi değerlenmekte, bu durum ithalat talebini artırarak cari açık artışını hızlandırmaktadır. Bu noktada en önemli sorun söz konusu açığın uzun dönemde sürdürülemeyeceği endişesine dayanmaktadır.<sup>309</sup>

Reel kurun aşırı<sup>310</sup> değerlenmesinin en olumsuz etkisi dış ticaret değerleri üzerinde görülmektedir. Nitekim Türkiye'de 2000 yılı içinde ithalat büyük ölçüde artış göstermiştir. 1999 yılında % 11 oranında azalan ithalatın, 2000 yılında % 32,7'lik artış göstererek, 54 milyar doların üzerine çıktığı görülür. Buna karşılık ihracat ancak % 2,8 oranında arttığından,

<sup>307</sup> Paul Krugman, Currencies and Crises , The MIT Press, Massachusetts, 1997, s.75

<sup>308</sup> Ardiç, Age, s.285

<sup>309</sup> BDDK Finansal İstikrar Raporu, 2005, s.32

<sup>310</sup> Cümledeki aşırı sözcüğü cümleye göreceli bir boyut kazandırmaktadır. Referans bir değer olmadan 'aşırı' sözcüğünün kullanılması söylenen cümleyi anlamsız bırakmakla kalmayıp, kafa karışıklığına da sebep olmaktadır. Dolayısıyla reel döviz kurunun seviyesi ile ilgili yapılan her tartışma referans kur seviyesine dayandırılmalıdır. Emre Deliveli, Burcu Afyonoğlu, Kur Gerçekten Değerli mi?www.tepav.org.tr.

dış ticaret açığı çok büyük oranda artış göstermiştir. İthalatın 2000 yılında adeta patlama göstermesinde, faizlerdeki gerilemenin de büyük etkisi olduğu söylenebilir.<sup>311</sup>

Deliveli ve Afyonoğlu'na göre 1994 krizinde reel kurun aşırı değerlenmeye başladığını, Mart ayında ise % 10'luk eşiği geçtiğini, 2001 krizinde ise benzer bir tablo ile karşılaştığı, bu nokta aşıldıktan sonra da kriz getiren bir devalüasyonun meydana geldiği ortaya konulmuştur. Yazarlar bu tespitlerinden sonra gelecek dönemlerde de % 10'un üzerindeki değerlenmenin benzer sonuç doğuracağı kanaatine varmışlardır.<sup>312</sup>

Ülkenin borç ödeme kapasitesini gösteren Toplam Borç/İhracat oranı, ihracat gelirlerinin toplam borç stoku üzerindeki uzun dönemli etkileri konusunda da önemli ipuçları vermektedir. Oranın % 165–275 arasında olması halinde ülke orta derecede borçlu, %275'i aşması halinde ise ülke çok borçlu olarak kabul edilmektedir.<sup>313</sup> Aşırı borçlanma ise sermaye hareketlerinde geri dönüşün temel nedeni olarak algılanmaktadır.

Türkiye'de 2000 yılı Kasım ayında yaşanan kriz öncesi dönem itibariyle yukarıda açıklanan kırılma göstergeleri değerlendirildiğinde; cari işlemler açığının GSMH'nın %5'i düzeylerine ulaştığı, önceden belirlenmiş bir döviz kuru politikasının izlendiği, Türk Lirasının önemli ölçüde değer kazandığı, bankacılık sisteminde özkaynak yetersizliği sorununun devam ettiği ve sektörde önemli ölçüde faiz ve kur riski biriktiği, yabancı sermaye girişlerinin ağırlıklı olarak kısa vadeli portföy yatırımı şeklinde olduğu gözlemlenmiştir.<sup>314</sup>

## 2.9. Türkiye'de Krizler

Türkiye'de cumhuriyetin kuruluşundan günümüze kadar geçen süre içerisinde şiddetleri farklı olmak üzere, birçok kriz yaşanmıştır. Bu krizleri hazırlayan unsurlar, bazen dış piyasa kaynaklı, bazen de yerel piyasaların hazırladığı koşullardan ortaya çıkmıştır. Özellikle 1990 yılından sonra Türk ekonomisinin dış piyasalarla bütünleşme derecesi arttıkça dış etkenlerden kaynaklanan krizlerin sayısında ve şiddetinde artış gözlemlenmiştir. Finansal piyasaların dış dünya ile eklemlenmesi, hükümetlerin kullanabileceği araçların sayısını azaltarak, ekonomi politikaları doğrultusunda finansal piyasaları düzenleme ve denetleme yetkilerini sınırlandırmaktadır.

<sup>311</sup> Eren ve Süslü, Agm, s.26

<sup>312</sup> Deliveli ve Afyonoğlu, Kur Gerçekten Değerli mi?, www.tepav.org.tr. (E.T:12.09.2006)

<sup>313</sup> Müslim Sarı, Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları, TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, s.9

<sup>314</sup> İpeker, Agm, s.49

Türkiye, tüm dünyayı etkisi altına alan ve kapitalist sistemin yaşadığı en büyük kriz olarak değerlendirilen 1929 Dünya ekonomik krizinden sonra ilk ciddi krizi, bir borç krizi şeklinde ortaya çıkan 1958 yılında yaşamıştır. Dünya genelinde artan petrol fiyatları sonucu, sanayi için gerekli ithal mallarının fiyatının yükselmesi ile birlikte, dış ticaret açığı ve yüksek düzeydeki bütçe açığı sonucunda 1974 yılında yeni bir krizle karşılaşmıştır.

1990'lı yıllarda uygulamaya konulan politikaların bir sonucu olarak, Türk Lirası'nın yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazanması, ihracatı kısıtlarken, ithalatı kolaylaştırmıştır. Bunun sonucunda, 1993 yılında dış ticaret açığı en yüksek seviyesine ulaşmış, finansal piyasalarda istikrarsızlığın artması ve döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar, ekonomide geleceğe ilişkin kötümser beklentileri artırırken, belirsizlik ortamını da birlikte getirmiştir. Bu konjonktür ekonomiyi 1994 krizine götürmüştür.

1998 yılında dışarıda Asya ve Rusya krizinin etkileri, içeride ise kamu açıklarındaki artış ve mali piyasalardaki dalgalanma faiz oranlarını yükselterek kısa vadeli borçlardaki kontrolsüz yükselme, ekonomiyi kırılgan bir yapıya sokmuştur. Sonraları büyük krizler içerisinde sayılmamakla birlikte, ekonomi çevreleri bu durumu kriz olarak değerlendirmişlerdir.

Türkiye'nin ekonomi tarihinde iz bırakan iki önemli ekonomik kriz, 1990 yılından sonra ortaya çıkmıştır. Türkiye'de 1990'lı yıllarda var olan ve 2000'li yılların başlarına kadar devam eden siyasi ve ekonomik istikrarsızlık nedeniyle kronik hale gelen enflasyon ve kamunun borç stokundaki artış, ekonomide kırılganlığı artırmış ve reel faizler bir türlü düşürülememiştir. Girilen bu süreçte sık sık krizler yaşanmış, her krizden sonra da iktisat politikalarının çerçevesi biraz daha daralarak yeni istikrar politikaları uygulanmaya başlanmıştır. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz de dahil olmak üzere, yaşanan bütün krizlerde kamu borç stoku, bankacılık sektörü sorunları ve sermaye akımlarının etkisini görmek mümkündür.<sup>315</sup>Sermaye hareketlerinde daha fazla liberalleşme ile birlikte dünya konjonktüründeki gelişmelere paralel olarak kamu borçlarının ödenmesi, veya yenilenmesi noktasında ortaya çıkan zorluklar krizlerde önemli rol oynamaktadır. Türkiye'de 1978, 1994 ve 2001 krizlerinde kamu borçlarının ödenememesi kriz dinamiklerini hareketlendirerek, ekonominin krize girmesine neden olmuştur.

<sup>315</sup> Güven Sak, "Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği", İktisat İşletme Ve Finans Dergisi, Sayı 185, Ağustos, 2001, s.94

Türkiye’de yaşanan krizlerle diğer gelişmekte olan ülkelerde yaşanan kriz deneyimlerinde büyük bir paralellik gözlenmiştir. Diğer ülkelerde olduğu gibi mali liberalleşmenin tamamlanmasıyla sık sık krizler yaşayan bir ülke konumuna gelmiştir.<sup>316</sup>

Türkiye ekonomisinde geçmiş dönemlerde ekonomik ve sosyal etkileri farklı şekilde ortaya çıkan çeşitli krizler yaşanmakla birlikte en önemlileri 1990 yılından sonra yaşanan 1994 ve 2000–2001 krizleridir. 1980 öncesi krizler de dikkate alındığında ekonomi tarihi, krizler tarihi olarak hafızalarda yer almıştır.<sup>317</sup>

Türkiye ekonomisinin Kasım 2000 ve Şubat 2001 aylarında ard arda yaşadığı krizler 1999 yılında IMF ile anlaşarak enflasyonu düşürme programının sonucu ortaya çıktığı iddia edilmektedir. Bu programın uygulanmadığı takdirde, ülkenin ciddi bir ekonomik ve finansal krize gireceği savunulan program bir yönüyle, öngörülen krizin gelişini hızlandırdığı ifade edilmektedir.<sup>318</sup>

### 2.9.1. 1994 Ekonomik krizi

1994 yılında ortaya çıkan kriz, 1980’lerden itibaren uygulanan kontrolsüz finansal serbestleşmenin sonucu ortaya çıktığı söylenmektedir. Sönmez’e göre kriz öncesi yılda ekonominin genel durumu şöyle idi: Hızlı büyüme, yüksek enflasyon, yüksek dış ticaret ve cari işlemler açığı, hızlı iç borçlanma ve kamu açıkları, hızlı ve kısa vadeli dış borçlanma hüküm sürmekteydi. Yazara göre yüksek büyümenin kaynağı yatırım ve ihracat artışları değil, tüketimde ortaya çıkan artıştır. Aşırı değerli TL ise ithalatın, dış ticaret açığının ve cari açığın artmasına neden olmaktadır. Kısaca ekonomi, spekülâtif sermaye tarafından yönlendirilen bir konuma gelmişti.<sup>319</sup>

1990’lı yılların başından itibaren, 1994 yılına kadar iç borcun GSMH’ya oranı yükselme eğilimine girmiştir. Bir yandan devlet iç borçlanma faiz oranlarını düşürmek ve borçlanmanın vade yapısını uzatmak amacıyla 1993 yılı sonunda uygulanan finansman yöntemini değiştirmiştir. Diğer yandan 1993 yılı sonunda çıkarılan Tahkim Yasası ile hazinenin Merkez Bankasına olan borçları silinmiş, ek bütçe çıkartılarak hazinenin avans miktarı iki katına çıkarılmıştır. Bu açık finansman yoluyla hazine artan oranda Merkez Bankası kaynaklarını kullanmaya başlamıştır. Bu durum, yani kamu açıklarının iç borçlanma yerine Merkez Bankası kaynaklarıyla finanse edilmesi devalüasyon beklentilerinin artmasına

<sup>316</sup> Seyidoğlu, Agm, s.145.

<sup>317</sup> Yentürk, Age, s.1

<sup>318</sup> Özel, Agm, s.149

<sup>319</sup> Sönmez, Agm, s.344

neden olmuş, ortaya çıkan döviz talebi, piyasa kuru ile resmi kur arasındaki makasın açılmasına neden olmuştur.<sup>320</sup> Döviz kurundaki dalgalanmalar geleceğe ait kötümser beklentileri de beraberinde getirmiştir.

1994 yılında yaşanan kriz, temelde uygulanmakta olan maliye politikalarının sürdürülemez hale gelmesinden kaynaklandığı söylenebilir. 1988 yılından 1993 yılına kadar kamu kesimi borçlanma gereği sürekli artış göstermekteydi. Kamu kesiminde çalışanlara yapılan yüksek ödemeler, ileri boyutlara varan destekleme politikaları ve KİT zararları kamu kesimi borçlanma ihtiyacının yükselmesini neden olmuştur. Bu dönemde ödemeler dengesinin artık tek başına kriz nedeni sayılmaktan çıkmış, beraberinde bütçe açıkları da kriz nedeni olmuştur.<sup>321</sup> 1994 yılı başlarında kamu açıklarının yüksek oranda seyretmesine rağmen faiz oranlarının düşük tutulması Devlet İç Borçlanma Senetlerine olan talebin düşmesine neden olmuş, piyasadaki artan likidite dövize yönelerek kurun yukarı doğru çıkması yönünde baskı yapmıştır. Kriz öncesi dikkati çeken diğer önemli bir gelişme de hızlanan sermaye akımlarıdır. Sermaye hesabının liberalizasyonu sonucu, 1990 yılından sonra özel sermaye hareketlerinde hızlı yükselme görülmüştür. Bankaların bu artışta önemli rolü olduğu gözlemlenmiştir. 1994 öncesi kısa vadeli sermaye hareketlerindeki artış 94 krizini hazırlayan nedenler arasında sayılabilir. 1990 yılından sonra yoğun sermaye girişlerinde artış olmuş, ancak bu artış sabit sermaye ve portföy yatırımları şeklinde değil, bankacılık sektörü ve özel sektör üzerinde yoğunlaşmıştır.

Aşağıdaki tabloda 1994 krizini tetikleyen unsurlar arasında sayılan sermaye girişlerinin, kriz yılında ve krizden önceki üç yıla ait verilerle gösterilmektedir. Tabloda görüleceği üzere, kriz yılına kadar sermaye girişlerinde önemli ölçüde artış yaşanmıştır. Özellikle bankacılık kesimi kredilerinde ve diğer özel sektör kredilerinde belirgin bir artış görülmektedir.

<sup>320</sup> Karabulut, Age, 125.

<sup>321</sup> Metin Meriç, Türkiye’de Kamu Kesiminin Krizler Üzerindeki Etkisi, Yeni Türkiye Dergisi, Yıl:7, Sayı:41, 2001, s.778.

**Tablo 2.11:** Kriz Dönemi Öncesi Net Sermaye Girişleri:Milyar Dolar

|                         | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|-------------------------|------|------|------|------|
| <b>Özel</b>             | 2.0  | 6.6  | 11.2 | -6.0 |
| <b>Sabit Sermaye</b>    | 0.8  | 0.8  | 0.7  | 0.6  |
| <b>Portföy Yatırımı</b> | 0.1  | -0.4 | 0.2  | 1.0  |
| <b>Banka Kredileri</b>  | 0.8  | 1.4  | 5.0  | -7.8 |
| <b>Diğer Krediler</b>   | 0.3  | 4.8  | 5.3  | 0.2  |
| <b>Resmi Krediler</b>   | 0.0  | 0.2  | 1.1  | 0.8  |
| <b>Toplam</b>           | 2.0  | 6.8  | 12.3 | -5.2 |

Kaynak: Saruhan Özel,Global Finansal Krizler, s.153

Sönmez'e göre yukarıda sayılan faktörlerle birlikte, 1994 yılında Türkiye'de yaşanan krizin asıl nedeni finansal serbestleşmede aranmalıdır. Aynı dönemde yaşanan Meksika krizinin 1994 yılı krizi arasında paralellik vardır. Doksanlı yıllarda ABD ve İngiliz sigorta ve emekli fonlarının Meksika, Arjantin ve Brezilya'daki portföy yatırımlarında önemli yükselmeler yaşanmıştır. Örneğin: Meksika'ya yönelen sermaye akımlarının toplamı az gelişmiş ülkelere yönelen sermaye akımlarının beşte birine yükselmiştir. Bu sermayenin 2/3'ü portföy yatırımlarından oluşmaktadır. Yazara göre benzer bir durum 94 krizinde Türkiye'de yaşanmıştır.<sup>322</sup>

1990'lı yıllarda dış piyasalardaki durgunluğa rağmen IMKB'de önemli yükselmeler olmuş, bu durum yabancı yatırımcının borsaya girişini özendirmiştir. 1986 yılından itibaren yükselen endeks, 1989 yılında önceki yıla nazaran yaklaşık yedi katlık bir artış göstermiştir. 1994 krizinden önce Türk Lirasının yabancı paralar karşısında önemli oranda değerlendirildiği görülmüştür. 1993 yılı hariç kriz öncesi beş yıl içerisinde döviz kurundaki artışlar devamlı olarak faiz oranlarının altında seyretmiştir. Özellikle dış sermaye hareketlerinin libere edildiği 1989 yılı ve 1990 yılında aşırı denebilecek bir düzeye çıkmıştır.<sup>323</sup>

Yeldan'a göre, özellikle sıcak para girişlerinin sağladığı aşırı değerlendirme, bir yandan ithalat maliyetlerini ucuzlatıp ekonomik büyümeyi finanse ederken diğer yandan da finansal piyasalarda spekülasyon kazançları özendirmiştir. Ancak spekülasyon nitelikli bu büyüme dalgası

<sup>322</sup> Sönmez, Agm, s.345.

<sup>323</sup> Akdiş, Age, s.116.

hiç bir zaman uzun ömürlü olmamış ve her bir genişleme dönemi (1990–93; 1995–98; 2000) sırasıyla 1994, 1999 ve 2001 krizleri ile sonuçlandırılmıştır.<sup>324</sup>

### 2.9.2. 2000–2001 Ekonomik krizi

Türkiye Ekonomisi Kasım 2000 ve Şubat 2001’de peş peşe yaşadığı krizler, 1999 yılında IMF ile anlaşarak hayata geçirilen “enflasyonu düşürme” programının uygulanması sonucu ortaya çıktığı ifade edilmektedir.<sup>325</sup> 1994 krizinden yaklaşık yedi yıl sonra ortaya çıkan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin önceki krizden farkı, bu krizlerin döviz kuruna dayalı bir istikrar programı uygulanırken ortaya çıkmış olmasıdır. 1999 yılında yürürlüğe giren istikrar programının asıl hedefi enflasyonu düşürmektir.

2000 yılında uygulamaya konulan ekonomik istikrar programı, sabit kur rejimi çerçevesinde Türkiye ekonomisinin sorunlarına kalıcı bir çözüm getirilerek istikrarlı ve sürdürülebilir bir büyüme sağlamayı ve enflasyonu tek haneli rakamlara indirmeyi hedeflemekteydi. Program pek çok konuda başarılı sonuçlar elde etmesine rağmen, yurtiçi tasarrufların artırılamaması ve enflasyonun istenilen seviyeye indirilememesi ve bankacılık kesiminde yaşanan sorunların giderilememiş olması nedeni ile başarıya ulaşamamıştır.

İstikrar programlarının amacı<sup>326</sup> esasen enflasyon oranını makul bir düzeye indirmek, ödemeler bilançosu açıklarını azaltmak ve kamu kesiminin borçlanma ihtiyacını düşürmektir.<sup>327</sup>

Türkiye Ekonomisi Kasım 2000 ve Şubat 2001’e girildiğinde uygulanan IMF destekli programın sürdürülebilirliği tartışılmaya başlanmıştır. Bu tedirginliğin Şubat 2001’de etkilerinin daha sonraları da görülen finansal krize dönüştüğü ifade edilmektedir.<sup>328</sup>

Türkiye 1999 IMF tarafından da desteklenen bir istikrar programını uygulamaya koymuştur. Bu programın temel amacı enflasyon oranını orta vadede tek haneli rakamlara indirmek, olarak belirlenmiştir. Program döviz kurunu nominal çapa olarak kullanmıştır. Bu

<sup>324</sup> Erinç Yeldan, Türkiye Ekonomisinde Dış açık Sorunu ve Yapısal Nedenleri, [www.calismatoplum.org/sayi7/makale2.pdf](http://www.calismatoplum.org/sayi7/makale2.pdf).(E.T:22.06.2007)

<sup>325</sup> Özel, Age, s.149

<sup>326</sup> İstikrar programları iktisadi literatürde, Heterodoks ve Ortodoks programlar olarak adlandırılır. Heterodoks istikrar programları ekonomide sosyal taraflarla uzlaşarak fiyatları sabit tutmayı amaçlar. Programın uygulanabilirliği önemli dış desteğe bağlıdır. Politikanın başarısı için İktisadi ajanlar uygulanan programa koşulsuz destek vermelidirler. Amaca ulaşmak için de para ve maliye politikaları hedeflere yönelik uygulanmalıdır. Ortodoks istikrar programında ise temel öncelik mal piyasasındaki talep fazlalığını azaltmaktır. Bu programın olmazsa olmaz koşulu programın kredibilitesidir. Programın özünde sıkı para ve maliye politikaları vardır.

<sup>327</sup> Çolak, Ardor ve Tunçay, Agm, s.706.

<sup>328</sup> Türkiye Sermaye Piyasası, s.23



uygulamada Türk lirasının 1 ABD Doları ile 0.77 Eurodan oluşan bir para sepetine göre alacağı değer önceden açıklanmıştır. Döviz kurunun alacağı değerlerin önceden açıklanması, döviz kuru artışı beklentisini içeren iç borçlanma faizlerinin döviz çapasına uyum sağlayarak, tutarlı bir düzeye gerilemesini öngörmüştür. Ancak 2000 yılının Kasım ayının sonuna geldiğinde Türkiye’de ortaya çıkan krizde enflasyondaki inişin beklendiği kadar hızlı olmaması reel döviz kurunun değerlendirilmesine neden olmuştur.<sup>329</sup> Bu programda 2000 yılı sonu için TEFE %20, TÜFE %25 olarak hedeflenmekteydi. Enflasyonu düşürme programı olarak adlandırılan bu program döviz kurunu nominal çapa olarak kullanan para ve kur politikasını çok sayıda yapısal düzenleme ve sıkı maliye politikası ile destekleyen bir program niteliğindedir.<sup>330</sup> Yentürk’e göre nominal çapa uygulamasına dayalı enflasyonla mücadele politikaları bir çok tehlikeyi bünyesinde barındırmaktadır. Bunlardan en önemlisi döviz kurunun belirli bir süre düşük oranda devalüe edilebilmesi ya da sabit tutulabilmesi için programın yüksek oranda dış kaynak girişine bağlı olmasıdır.<sup>331</sup>

Döneminde uygulanan sıkı para politikalarına rağmen yapısal önlemlerin başlangıçta öngörüldüğü kadar hızlı gerçekleşmemesi programa olan güvenin azalmasına yol açmıştır.

Bankacılık kesimi aktiflerinin önemli bir kısmının hazine kâğıtlarından oluşması bankaların artan likidite talepleri 2000 krizini tetikleyen en önemli unsur olmuştur.

Şubat 2001’de yayımlanan OECD raporuna göre Türkiye’de Kasım 2000 krizine yol açan faktörler arasında, kamu bankalarının görev zararları, kamu kesimi borç stokundaki artış, bankaların açık pozisyon oranlarının yükselmesi, özelleştirmelerin başlangıçta öngörüldüğü gibi yapılamamış olması ve ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi gibi nedenler sayılmıştır.<sup>332</sup>

Özetle Kasım 2000’e girildiğinde faiz oranlarında, borsada ve ekonomik büyümede olumlu gelişmeler yaşanırken, enflasyonda beklenen düşüş görülmemiş, TL’nin aşırı değerlendirilmesi sonucu cari işlemler açığı yükselmiş, kamu finansmanının disiplini sağlanamamış ve programın sürdürülebilirliği konusunda şüpheler ortaya çıkmıştır.<sup>333</sup>

Bankaların borçlarını ödeyebilmek için Türk Lirasından sonra dış taahhütlerini yerine getirmek için dövize yönelmeleri Merkez Bankası rezervlerini iki ay içerisinde (Eylül-Kasım) 5,5 Milyar dolar düşmesine neden olmuştur. Aynı dönemde IMKB’de satışlar

<sup>329</sup> TCMB, Politika Yansımaları, Ağ, s.19.

<sup>330</sup> Celasun, Ağ, s.14.

<sup>331</sup> Yentürk, Finansal Sermaye Girişi Gölgesinde İstikrar Uygulaması, s.84

<sup>332</sup> OECD Reviews of Regulatory Reform: Turkey –Crucial Support for Economic Recovery, Paris, 2001

<sup>333</sup> Selçuk Şener, Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Genel Bir Değerlendirme, Yeni Türkiye Dergisi, Yıl:7, sayı:41, s.741.

nedeniyle borsa da düşmeye başladı. Yükselen faizler ulusal paraya ulaşmanın bedelini ağırlaştırmış, dış yükümlülükleri karşılamak zorlaşmıştı. IMF'den sağlanan destek, dövizde yükselmeyi o an için önlemişse de TL'deki daralma ve faizlerdeki yükseliş likidite sıkıntısına yol açarak, ticari bankaları zora sokmaktaydı. Bu esnada aşırı devlet kâğıtlarına yönelen bir bankanın mali durumunun bozulmasıyla mali piyasalardaki dalgalanma su yüzüne çıkmıştı.<sup>334</sup> Yabancı sermaye akımlarının ani tersine dönüşü ile faizler gecelik %7000'lere kadar çıkmasına, bono faizlerinin %130'lara yükselmesine neden olmuştur. IMKB endeksi tarihinin en büyük düşüşlerinden birini yaşamış ve iki hafta içinde 14000 seviyesinden 7000 seviyesine inmiştir.<sup>335</sup>

Türkiye Ekonomisi beklentilerin olumsuzu döndüğü bir ortamda, hazinenin büyük miktardaki bir borç itfası öncesi yaşanan beklenmedik politik gerginlikler piyasalarda panikle başlayan bir sürece öncülük etmiştir. Türk lirası gecelik faizler çok fazla yükselmesine karşın, yerleşik aktörlerin yoğun döviz talebi ile birlikte kamu bankaları ve Türk bankacılık sistemindeki bazı büyük bankaların likidite ihtiyaçlarını karşılayamaması, ödemeler sistemini kilitlemiştir. Türk bankacılık sistemindeki çöküşü önlemek amacıyla 22 Şubat 2001'de Türk lirasının yabancı para birimleri karşısındaki değeri dalgalanmaya bırakılarak, bu tarihten sonra da uygulanan kur rejimi değiştirilmiştir.<sup>336</sup>

Kasım 2000 ve Şubat 2001 birlikte değerlendirildiğinde krizinin nedenleri şöyle sıralanmaktadır:<sup>337</sup>

Aşırı değerlendirilmiş ulusal para, cari işlemler açığının kritik sınırın üzerinde seyretmesi, bankaların açık pozisyon oranının yükselmesi, yetersiz sermayeye sahip mali sektör, finansal sektörün taşıdığı faiz ve kur riski, özelleştirmede yaşanan gecikmeler, kamu kesiminin zayıflığı ve vade uyumsuzluğu gibi nedenler sayılabilir.

Tablo 2.12'de görüleceği üzere, 2001 yılı ekonomik krizinden sonra GSMH'da artış, 2000 yılından sonra ise ciddi bir biçimde azalma yaşanmıştır. Aynı durum büyüme oranları için de geçerlidir.

<sup>334</sup> Gülten Kazgan, Türkiye Ekonomisinde Krizler, 1929-2001, 1990'lar Sonrası Ve Türkiye'nin Finansal Krizleri, s.240

<sup>335</sup> Yaşar Erdinç, Kriz Dinamikleri ve Yapıcı Yıkım, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl, 7,Sayı, 41, Ankara.2001, s.698.

<sup>336</sup> TCMB, Bilançosu, Açıklamalar Rasyolar ve Para Politikaları Yansımaları, Ankara, Şubat, 2006, s.21.

<sup>337</sup> Niyazi Erdoğan,Türkiye'de Ekonomik Kriz ve Bankacılık Sistemi, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1,Yıl,7, Sayı,41, Ankara, 2001, s.642.

Diğer göstergelere bakıldığında, 1994 krizine göre 2001 krizinde kişi başına gelirden azalma, Dış Borç/GSMH oranında yükselme, kamu kesimi borçlanma gereğinde artış, iç borcun GSMH'ya oranında yükselme ve işsizlik oranının yükseldiği söylenebilir.

Tablo bir bütün olarak değerlendirildiğinde, 2001 krizinin 1994 krizine göre, daha şiddetli olduğu ortaya çıkmaktadır. Türkiye ekonomisi Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ardından daralama sürecine girmiştir. Krizlerle birlikte ortaya çıkan hızlı sermaye çıkışları, başta döviz kuru olmak üzere ekonomide artan belirsizlikler ve ekonomik birimlerde oluşan güven kaybı iç talebin ve dolayısıyla ekonominin daralmasına neden olmuştur.<sup>338</sup>

Aşağıdaki tabloda, Türkiye'de yedi yıl aralıkla yaşanan 1994 ve 2001 kriz dönemlerine ait ekonomik gelişmeler verilmektedir.

**Tablo 2.12:** Kriz Dönemlerinde Temel Makro Göstergeler

|                    | 1994  | 1995  | 2000  | 2001  |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| Büyüme (%)         | -6.1  | 8.0   | 6.1   | -9.5  |
| GSMH(Milyar \$)    | 131   | 171   | 202   | 148   |
| Kişi Başı Gelir \$ | 2.161 | 2.788 | 2.986 | 2.184 |
| TEFE (%)           | 149.6 | 65.6  | 32.7  | 88.6  |
| Dış Borç/GSMH(%)   | 50.1  | 42.6  | 56.7  | 76.2  |
| PSBR/GSMH(%)       | 7.9   | 5.2   | 19.1  | 12.1  |
| İç Borç/GSMH(%)    | 20.6  | 17.6  | 28.9  | 68.1  |
| İşsizlik Oranı(%)  | 8.1   | 6.9   | 6.3   | 8.5   |

**Kaynak:** Kriz ve IMF Politikaları, s.119,PSBR: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği

2000–2001 krizinin oluşmasında sermaye hareketlerinin etkisini inceleyen Boratav'a göre sermaye hareketlerinin etkisini net bir biçimde görebilmek için kriz öncesi ve kriz sonrası ödemeler bilançosu kalemlerine bakılarak karar verilebileceğini söylemektedir.

<sup>338</sup> TCMB Bilançosu, Açıklamalar Rasyolar ve Para Politikaları Yansımaları, Ankara, Şubat, 2006, s.21

**Tablo 2.13: Kriz Öncesi ve Kriz İçinde Sermaye Hareketleri: Milyon Dolar**

|                                      | Kriz Öncesi:<br>Ocak 2000-Ekim 2000 | Kriz Dönemi:<br>Kasım 2000-Haziran 2001 |
|--------------------------------------|-------------------------------------|---|
| <b>Net Sermaye Akımı(Yabancılar)</b> | 15179                               | -10442                                  |
| Dolaysız Yatırımlar                  | 589                                 | 2406                                    |
| Portföy Yatırımları                  | 6789                                | -8457                                   |
| Uzun Vadeli Sermaye Akımı            | 3201                                | -553                                    |
| Kısa Vadeli Sermaye Akımı            | 4600                                | -3838                                   |
| <b>Net Sermaye Akımı(Yerliler)</b>   | -5257                               | -3033                                   |
| Dolaysız Yatırımlar                  | -751                                | -452                                    |
| Portföy Yatırımları                  | -730                                | 949                                     |
| Kısa Vadeli Sermaye Akımı**          | -1226                               | -1847                                   |
| Kısa Vadeli Sermaye Akımı***         | -2550                               | -1683                                   |
| Rezerv Değişmeleri                   | -2324****                           | 15239                                   |
| Cari İşlem Dengesi                   | -7598                               | -1764                                   |

**Kaynak:Korkut Boratav, Yeni Dünya Düzeni Nereye, s.247**

\* İster yerlilerden ister yabancıardan kaynaklansın, sermaye girişleri artı, sermaye çıkışları eksi ile gösterilmektedir. Cari işlemler dengesi eksi, cari işlemler fazlası ise artı ile gösterilir. Rezerv artışları eksi, rezerv azalışları ise artı ile gösterilmektedir.\*\* Kayıtlı,\*\*\*Kayıtdışı,\*\*\*\*499 Milyon Dolar IMF kredisi ile 2.823 Milyar Dolar artıştan oluşmaktadır.

Tablo 2.13’de görüleceği gibi, 2000 yılı içerisinde net yabancı sermaye girişi 15.179 Milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu durum düşük tutulan döviz kurunun katkısıyla iç talebin artışı sonucu cari işlemler açığını 7.598 Milyar dolara yükseltmiştir.Yabancı kökenli net sermaye toplamının bileşimine baktığımızda, 589 Milyon doları dolaysız yatırımlar, 6.789 Milyar doları portföy yatırımları, 3.201 Milyar doları uzun vadeli sermaye hareketleri, 4.600 Milyar doları da kısa vadeli sermaye hareketlerinden oluşmaktadır.

Aşağıdaki tabloda 2000-2001 krizi nedenlerinden sayılan kriz öncesi ve kriz sonrası sıcak para hareketlerinin gelişme seyri gösterilmektedir.

**Tablo 2.14: 2000-2001 Kriz Öncesi ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri: Milyon \$**

|                                     | Kriz Öncesi:<br>Ocak 2000-Ekim 2000 | Kriz Dönemi:<br>Kasım 2000-Haziran 2001 |
|-------------------------------------|-------------------------------------|---|
| <b>Yabancı Kökenli Sıcak Para</b>   | 4204                                | -10984                                  |
| Portföy Yatırımları                 | 835                                 | -8586                                   |
| Yerli Bankaların Kredileri          | 3639                                | -1688                                   |
| Diğer Kısa Vadeli Krediler          | 84                                  | 224                                     |
| Mevduat ve Diğer Yükümlülükler      | -354                                | -934                                    |
| <b>Yerli Kökenli Sıcak Para</b>     | -3498                               | -1012                                   |
| Portföy Yatırımları                 | -730                                | 949                                     |
| Yerli Bankalardan Kısa Vadeli Kredi | 59                                  | -44                                     |
| Diğer Kısa Vadeli Varlıklar         | -277                                | -234                                    |
| Net Hata ve Noksan: Kayıtdışı       | -2550                               | -1683                                   |

**Kaynak: Boratav, Yeni Dünya Düzeni Nereye, s.248.**

Boratav'a göre 15.179 Milyar dolarlık yabancı kaynaklı net sermaye tutarından dolaysız yatırımları (589 milyon dolar) ve menkul değerlere yönelik portföy yatırımlarını (835 milyon dolar) çıkarıp, 499 milyon dolarlık IMF Kredilerini eklendiğinde, Ocak-Ekim 2000 dönemine ait borç artıran sermaye girişlerinin toplamı bulunur. Bu tutar, 14.254 milyar dolardır. Resmi verilere göre 2000 yılında dış borç stoku 12.8 Milyar dolardır. Yazar burada dış borçlar ile sermaye hareketleri arasında anlamlı bir ilişkinin olduğunu, 2000 yılının ilk 10 ayı içerisinde 7.6 milyar dolar cari işlem açığının finansmanı için dış borcun 12.8 milyar dolar arttığını söylemektedir.<sup>339</sup> Böylece kısa vadeli borçlar ile cari işlem açığı arasındaki bağ kopmuş demektir. Yani temin edilen kısa vadeli borçlar cari işlemler açığının finansmanında kullanılmıyor, demektir.

2001 ekonomik kriz öncesi ve sonrası net sermaye akımlarının etkisi incelendiğinde ekonominin sermaye akımları dolayısıyla karşılaştığı şoku anlamak daha kolay olacaktır. Örneğin; Ocak –Ekim döneminde yabancı kökenli net sermaye akımları 15.2 milyar dolar, Kasım 2000-Haziran 2001'de -10.4 milyar dolardır. Bu iki büyüklük arasındaki fark 25.6 milyar dolardır. Bu tutar iki dönem arasındaki sermaye akımlarındaki negatif şokun büyüklüğünü ifade eder. Benzer bir karşılaştırma yerleşikler için de yapılabilir. Bu büyüklükler, finansal krizin oluşumunda sermaye hareketlerinin katkısını açık bir biçimde göstermektedir.<sup>340</sup>

Sermaye hareketlerindeki dalgalanmanın GSMH'nin %12'sine ulaşması, doğaldır ki parasal büyüklüklerde, faiz hadlerinde ve mali sistemde şok etkisi oluşturacaktır. Boratav'a göre bu büyüklükteki bir şokun finansal sistemi çöküntüye uğratmada yeterli olduğunu, ekonominin başka yapısal bozukluklar taşımasına gerek yoktur.

Özellikle 1998<sup>341</sup> ve 2001 krizlerinde yaşanan portföy hareketlerinde yabancı DİBS işlemlerinin belirleyici rol üstlendiği görülmektedir. 1998 yılında yaşanan finansal krizde 4.9 milyar dolarlık portföy yatırımı ülkeden çıkmıştır. Bu miktarın 4 milyar doları yabancıların DİBS satışlarından kaynaklanmıştır. Benzer şekilde 2001 yılında yaşanan krizde 3.7 milyar dolar portföy yatırımlarında azalma görülmüş, bu portföy yatırımlardaki azalmadan çok daha

<sup>339</sup> Boratav, 2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, Yeni Dünya Düzeni Nereye, s.249-250.

<sup>340</sup> Boratav, Agm, s.252.

<sup>341</sup> 1997 yılında Tayland'da başlayıp, giderek diğer Asya ülkelerine yayılan kriz Endonezya ve Güney Kore'den sonra Japonya'da da etkisini göstermeye başlamış, daha sonra başta ABD olmak üzere Arjantin ve Brezilya'yı etkileyecek derecede yayılma göstermiştir. Bu kriz kısa vadeli sermayenin yükselen piyasalardan kaçışına neden olmuş, en büyük hasarı da "geçiş ekonomisi" sorunlarını henüz çözemeyen Rusya'yı moratoryuma götürmüştür. Asya-Rusya krizinin yayılması, diğer ekonomik sorunlarla birleşince, Türkiye'de Sermaye Girişi/GSYİH oranı yüzde birlere kadar gerilemiştir, Kazgan, Türkiye Ekonomisinde Krizler, s.230-233

fazla miktarda DİBS satışı gerçekleşmiştir. Dolayısıyla bir finansal kırılganlık algılaması durumunda portföy yatırımları içinde en çok etkilenen mali varlık DİBS olmaktadır. Eurobondların<sup>342</sup> ise döviz cinsinden çıkarılmış olmaları ve uluslararası piyasalarda pazarlanma imkânlarının bulunması, kriz ortamlarında bunların DİBS'lere nazaran daha az etkilenmelerine neden olmuştur.<sup>343</sup>

### 2.9.3. İkinci bölüm özeti

Bu bölümde sermaye hareketlerinin makro ekonomik etkileri açıklanmıştır. Sermaye hareketlerinin etkilerini inceleyen birçok çalışmaya dayanarak, farklı sermaye türlerinin makroekonomik etkilerinin de farklı olacağı görüşünün ağırlık kazandığı söylenebilir.

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermaye hareketlerinde önemli derecede artış olduğu gözlenmektedir. Yabancı sermaye hareketlerindeki bu artış, ilgili ülkelerde kalkınmanın finansmanına yardımcı olurken, bir takım riskleri de bünyesinde barındırmaktadır. Bu yüzden son yıllarda yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkeler için sağlıklı bir ek finansman kaynağı olup-olmadığı ciddi şekilde tartışılmaktadır. Geleneksel noktada bu tartışmalar henüz bitmiş değildir. Özellikle yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeye olan etkisi tartışmalarda ilk sıradadır. Bir kısmı yabancı sermayenin ekonomik büyümeye pozitif katkı yapacağını savunurken, diğerleri sermaye akımlarının negatif etkilerinden söz eder. Özellikle kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı sermaye hareketleri, ekonomide yaşanan en küçük kırılganlıkta bile kazancını da alarak ülkeyi terk etmektedir. Dolayısıyla bu tür yatırımlar, yüksek volatilitenin nedeni ile sürdürülebilir büyümeye sağlıklı bir kaynak olamamaktadır. Esas olan ülkelerin doğrudan yabancı sermaye çekebilmeleridir.

Türkiye'deki sermaye hareketliliği 1980 sonrasında giderek yükselen bir artış göstermiştir. Özellikle, sermaye hareketlerini serbestleştiren dış finansal liberalleşme ile birlikte, bankacılık kesiminin ve özel sektörün yurtdışından temin ettiği kredilerde ve yabancı portföy yatırımlarında büyük bir artış görülmüştür.

Türkiye'de kriz yıllarında sermaye çıkışı, diğer yıllarda giriş yaşanmıştır. 2001 yılından sonra toplam yabancı sermaye akımlarında yükselme trendi devam etmektedir.

<sup>342</sup> Eurobond, hükümet ya da şirketlerin, kendi ülkeleri dışında kaynak sağlamak amacıyla, yabancı para birimlerinden satışa sundukları, genellikle uzun vadeli borçlanma araçlarıdır. Vadeler genellikle 5-30 yıl arasında değişmektedir. Türkiye için yeni bir yatırım aracı olan Eurobondların para birimi genellikle Amerikan Dolarıdır. Bununla birlikte Euro, Japon Yeni, İsviçre Frangı ve diğer konvertibil döviz cinsleri üzerinden çıkarılan Eurobondlar da vardır. Yabancı Para ve YTL mevduat faizlerinin düştüğü bir ortamda yüksek getirili bir yabancı para yatırım aracıdır.

<sup>343</sup> SPK, Araştırma Raporu, ss.38-39

Sermaye girişleri YTL'nin değer kazanmasına yol açarken, cari işlemler açığını artırmaktadır. Ekonominin rayında gittiği dönemlerde finanse edilebiliyor diye, cari açığın finansmanı sorun olarak görülmezken, gerek yurt içi piyasaların ve gerek dışsal şokların etkisi mevcut yapıyı daha kırılgan bir hale getirerek, ülkeyi krize götürebilmektedir. Türkiye ekonomisinde, geçmiş dönemlerde sermaye hareketleri ile ilişkilendirilen, ekonomik ve sosyal etkileri farklı Şekilde ortaya çıkan çeşitli krizler yaşanmakla birlikte, en önemlileri 1990 yılından sonra yaşanan 1994 ve 2000–2001 krizleridir.

### III. BÖLÜM

## 3. TÜRKİYE’DE SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ

### 3.1. Model ve Veri Seti

Yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmaların geçmişi 1950’li yıllardan itibaren başlar. Günümüze kadar konuyla ilgili yapılan farklı çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Yabancı sermaye hareketlerinin büyüme üzerindeki etkileri, hala tartışmalı konulardan birisidir.

Yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini araştıran çalışmamızda, zaman serisi olarak 1992:01–2006:04 dönemini kapsayan üç aylık veriler kullanılmıştır. Veriler büyüme, sabit sermaye yatırımları, işgücü, dışa açıklık ve yabancı yatırımlardan oluşmaktadır.

Yabancı yatırımlar, Merkez Bankası tanımına uygun olarak doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımları ve diğer yabancı yatırımlar olmak üzere üç başlık altında incelenmiştir.

Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye olumlu katkı yapması beklenmektedir. DDY, doğrudan yabancı yatırımlardaki yüzde değişimi, YPY, yabancı portföy yatırımlarındaki yüzde değişimi ve DYY ise, diğer yabancı yatırımlardaki yüzde değişimi ifade etmektedir.

Ekonomik büyüme(BUY), Reel GSYİH’daki dönemsel artışlardır. BUY değişkeni Reel GSYİH’daki yüzde değişimi ifade etmektedir. SSY, sabit sermaye yatırımlarını ifade etmektedir. İŞG, işgücünü ifade etmekte olup, toplam istihdamın okullaşma oranı ile çarpımından elde edilmiştir. Nitelikli işgücü olarak da adlandırılmaktadır. Modelin beşeri sermaye içermesi bakımından önemlidir. Büyüme konusunda yapılan çalışmaların çoğu, işgücünün özellikle beşeri sermayenin önemli bir faktör olduğuna dikkat çekerler. İŞG, yukarıdaki tanımlamaya uygun olarak işgücündeki yüzde değişimi ifade etmektedir.

Modelde yer alan diğer bir değişken ise dışa açıklıktır(DA). Büyüme ile ilgili çalışmalarda sıkça kullanılan bir kavram olan DA, dış ticaret hacminin GSMH’ya bölünmesiyle elde edilmiştir. Çalışmada DA, dışa açıklıkta yüzde değişimi, DUM 1994 ve 2001 krizlerinin etkisinin modele dahil edildiğini gösteren gölge değişkeni, T ise trendi ifade etmektedir.



Veri seti Hazine Müsteşarlığı, Türkiye İstatistik Kurumu ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS) alınmıştır.<sup>344</sup>

Ekonomik analizlerde kullanılacak olan değişkenler ve bu değişkenlerin büyüme üzerindeki muhtemel ilişkileri ile her bir değişkene ait hipotez ve katsayı beklentileri model kısmında ele alınmıştır.

Çalışmada Merkez Bankasının tanımına uygun olarak, yabancı sermayenin bileşimini oluşturan doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yabancı yatırımların GSYİH değerlerini nasıl etkilediğinin ortaya konulması amaçlanmaktadır.

### 3.2. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Ekonomik büyümeye neden olan faktörlerin belirlenmesi bağlamında yapılan ampirik çalışmaların temelinde Cobb-Douglas üretim fonksiyonu yer almaktadır.<sup>345</sup>

Bu fonksiyon aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$Y_t = A_t F(K_t, L_t, E_t) = A L^\alpha K^\beta E^{(1-\alpha-\beta)} \quad (1)$$

Burada Y Reel Çıktı, K sermaye stoku, YY yabancı sermaye yatırımlarını, L işgücü ve E ise yabancı sermaye stoku tarafından oluşturulan dışsallıkları gösterir.  $\alpha$  ve  $\beta$  ise sermaye stokunun ve işgücünün reel çıktıdaki payını ifade eder. Üretimin etkinliği ise A'dır.  $\alpha$  ve  $\beta$ 'nin 1'den küçük olduğu varsayılır.

Cobb-Douglas üretim fonksiyonunda dışsallıkları ifade eden E;

$$E = [L, K, YY^\gamma]^\theta \quad (2)$$

Bu eşitlikte  $\theta$  ve  $\gamma$  yabancı sermaye ile sermaye stoku arasındaki marjinal ve zamanlararası ikame esnekliklerini ifade ederler. Eğer  $\gamma$  sıfırdan büyük ise yabancı yatırımların ekonomiye sağladığı dışsallıklar pozitifdir.

Eşitlik (1) ve (2)' den;

$$Y = A L^{\alpha + \theta(1-\alpha-\beta)} K^{\beta + \theta(1-\alpha-\beta)} YY^{\gamma\theta(1-\alpha-\beta)} \quad (3)$$

Eşitlik (3)'ün zamana göre türevi ve logaritması alınmak suretiyle aşağıdaki standart bir büyüme eşitliği türetilir;

<sup>344</sup>TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr/>

<sup>345</sup>M.Ramirez, Foreign Direct Investment in Mexico: A Cointegration Analysis, Journal of Development Studies, 2000, pp,145-146

$$\mathbf{g}_y = \mathbf{g}_A + [\alpha + \theta(1-\alpha-\beta)] \mathbf{g}_L + [\beta + \theta(1-\alpha-\beta)] \mathbf{g}_K + [\gamma \theta(1-\alpha-\beta)] \mathbf{g}_{YY} \quad (4)$$

Burada  $\mathbf{g}_y$ ,  $\mathbf{g}_A$ ,  $\mathbf{g}_L$ ,  $\mathbf{g}_K$  ve  $\mathbf{g}_{YY}$  sırasıyla Y, A, L, K ve YY'nin büyüme oranlarıdır.

Yukarıdaki dinamik üretim fonksiyonundan hareketle, araştırmanın amacına uygun olarak büyüme eşitliği şu şekilde yazılabilir;

$$\text{BUY} = \alpha + \beta_1 \text{SSY} + \beta_2 \text{İŞG} + \beta_3 \text{DA} + \beta_4 \text{YY} + \beta_5 \text{D} + \beta_6 \text{T} + \epsilon \quad (5)$$

(5) nolu eşitlikteki değişkenler doğal logaritmik formda yer almışlardır, T, trend; D, gölge değişkendir.  $\Delta$  ise birinci fark işlemcisidir.

### 3.3. Birim Kök Testi

Zaman serileri ile yapılan çalışmalarda değişkenlerin durağanlıklarının belirlenmesi gerekmektedir. Birim kök testi, serilerin durağan olup olmadıklarını, yani birim kök ihtiva edip etmediğini belirlemek amacıyla geliştirilmiş bir uygulamadır.

Durağanlık, bir zaman serisinin ilgili dönem içerisinde varyansının ve ortalamasının değişmemiş olmasıdır. Eğer iki zaman serisi arasında bir ilişkiden bahsediliyor ve aralarında istatistiki bakımdan anlamlı bir ilişki var ise bu ilişkinin gerçek mi yoksa sahte mi olduğunu anlayabilmek için birim kök testi ile serilerin kaçınıcı dereceden durağan olduklarının belirlenmesi gerekir. Her iki seri de aynı dereceden durağan çıkıyorsa bu ilişki gerçek bir ilişkidir.

Granger ve Newbold (1974) durağan olmayan serilerle yapılan çalışmalarda seriler arasında eşbütünleşme yoksa sahte regresyon sorunu ortaya çıkacağını belirtmişlerdir. Bu amacı gerçekleştirmek üzere sahte regresyon ilişkisinden kaçınabilmek için öncelikle değişkenlerin birim kök taşıyıp taşımadıklarını ortaya koymak amacıyla birim kök sınaması yapılmıştır.

Araştırmada kullanılan zaman serilerinin durağanlığının belirlenmesi için genişletilmiş Dickey ve Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) testlerinden yararlanılmıştır. ADF testi hata terimlerini bağımsız ve homojen kabul ederken, Phillips-Perron testi hata terimlerinin zayıf bağımlı ve heterojen dağılımlı olmasına imkân tanımaktadır. Phillips-Perron testinin ADF birim kök testinden farkı, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin yer

almamasıdır. Bu yönüyle Phillips-Perron testinin daha esnek varsayımlara sahip olduğu söylenebilir.<sup>346</sup>

Tablo 3.15’de görüleceği gibi, ADF testine göre hem sabitli hem de sabit ve trendli modelde İŞG, DDY, YPY ve DYY değişkenleri seviyesinde durağan, yani I(0) olduğu görülmektedir. BUY, SSY ve DA ise durağan değildir. Bu değişkenler, ADF testine göre birinci farkı alındığında durağan hale gelmektedir. Öte yandan, Phillips-Perron testine göre de tüm değişkenler hem seviyesinde hem de birinci farklarında durağan olduğu görülmektedir.

**Tablo 3.15: Birim Kök Testleri**

|     | Seviye                  |                         |                      |                      | I.Fark                  |                         |                      |                      |
|-----|-------------------------|-------------------------|----------------------|----------------------|-------------------------|-------------------------|----------------------|----------------------|
|     | ADF                     |                         | PP                   |                      | ADF                     |                         | PP                   |                      |
|     | Sabit                   | Sabit+Trend             | Sabit                | Sabit+Trend          | Sabit                   | Sabit+Trend             | Sabit                | Sabit+Trend          |
| BUY | -2.038(7)               | -2.407(7)               | -23.281 <sup>a</sup> | -22.524 <sup>a</sup> | -8.272(6) <sup>a</sup>  | -8.103(6) <sup>a</sup>  | -30.268 <sup>a</sup> | -30.262 <sup>a</sup> |
| SSY | -1.824(7)               | -2.077(7)               | -11.823 <sup>a</sup> | -12.925 <sup>a</sup> | -7.526(6) <sup>a</sup>  | -7.386(6) <sup>a</sup>  | -40.939 <sup>a</sup> | -40.305 <sup>a</sup> |
| İŞG | -10.334(2) <sup>a</sup> | -10.250(2) <sup>a</sup> | -14.112 <sup>a</sup> | -13.766 <sup>a</sup> | -10.784(3) <sup>a</sup> | -10.693(3) <sup>a</sup> | -23.313 <sup>a</sup> | -23.047 <sup>a</sup> |
| DA  | -2.368(8)               | -2.617(8)               | -14.146 <sup>a</sup> | -17.936 <sup>a</sup> | -8.142(6) <sup>a</sup>  | -8.063(6) <sup>a</sup>  | -45.781 <sup>a</sup> | -45.645 <sup>a</sup> |
| DDY | -6.535(0) <sup>a</sup>  | -6.561(0) <sup>a</sup>  | -6.588 <sup>a</sup>  | -6.661 <sup>a</sup>  | -13.581(0) <sup>a</sup> | -13.455(0) <sup>a</sup> | -24.457 <sup>a</sup> | -24.143 <sup>a</sup> |
| YPY | -7.549(0) <sup>a</sup>  | -7.632(0) <sup>a</sup>  | -7.549 <sup>a</sup>  | -7.634 <sup>a</sup>  | -8.845(1) <sup>a</sup>  | -8.761(1) <sup>a</sup>  | -55.533 <sup>a</sup> | -55.440 <sup>a</sup> |
| DYY | -7.266(0) <sup>a</sup>  | -7.231(0) <sup>a</sup>  | -7.265 <sup>a</sup>  | -7.246 <sup>a</sup>  | -13.644(0) <sup>a</sup> | -13.617(0) <sup>a</sup> | -54.516 <sup>a</sup> | -54.775 <sup>a</sup> |

\*Parantez içindeki sayılar Schwarz bilgi kriteri (SIC) kullanılarak seçilen gecikme uzunluklarıdır. Maksimum gecikme uzunluğu 8 olarak alınmıştır.

\*(a): %1, (b): %5, (c): %10 düzeyinde durağanlığı göstermektedir. Kritik değerler şöyledir:<sup>347</sup>

|      | <u>Trendli</u> | <u>Sabit + Trend</u> |
|------|----------------|----------------------|
| %1:  | -3.568         | -4.152               |
| %5:  | -2.921         | -3.502               |
| %10: | -2.598         | -3.180               |

### 3.4. Eşbütünleşme Testleri

Seriler aynı derecede durağan olmasalar bile, değişkenler arasında uzun dönemde doğrusal olmayan bir ilişki ortaya çıkabilir. Eşbütünleşme kavramı ekonomide uzun dönem denge ilişkisinin varlığının belirlenmesinde kullanılmaktadır. Eşbütünleşme kavramı ile ilgili çalışmalar, Engle ve Granger’in (1987) makalesi ile başlamıştır.<sup>348</sup> Bu makale, durağan olmayan değişkenler ile ekonomik analizlerin yapılmasına önemli katkılara sağlamaktadır.

<sup>346</sup> Rahmi Yamak, Abdurrahman Korkmaz, Türk Cari İşlemler Açığı Sürdürülebilir mi, Ekonometrik Bir Yaklaşım, Bankacılar Dergisi,2007, sayı 60, s.23

<sup>347</sup> McKinnon kritik değerleri, %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyleri için sırasıyla, trendsiz modelde -3.47,-2.88 ve -2.58’dir. Trendli modelde ise, -4.01, -3.43 ve -3.14’tür.

<sup>348</sup> R.F.Engle ve C.W.J. Granger, Cointegration and Error Corregtion: Representation, Estimation and Testing, Econometrica, 55(2), pp.251-276

Eşbütünleşme teorisine göre, dengeden bir sapma olduğunda dengeye tekrar dönülebilmesi veya dengeden sapmaların geçici olması ancak eşbütünleşme ilişkisi mevcut olduğunda mümkün olmaktadır. Bu nedenle eğer durağan olmayan değişkenler eşbütünleşik ise, değişkenlerin farklarının alınmaları uygun olmayabilir. Çünkü bu değişkenler, birlikte hareket eden ortak bir trende sahiptir. Farkın alınması, ortak trendi ortadan kaldırır ve istatistiksel bilgi kaybına yol açar.<sup>349</sup>

Ancak gerek Engle ve Granger'ın eşbütünleşme testi, gerekse Johansen<sup>350</sup> ve Johansen ve Juselius<sup>351</sup> tarafından geliştirilen Johansen eşbütünleşme testi, ele alınan tüm serilerin düzeyde durağan olmamasını ve aynı derecede farkı alındığında durağan hale gelmelerini gerektirmektedir. Kısaca serilerin durağanlık derecelerinin aynı olmaları gerekmektedir. Yukarıdaki birim kök test sonuçlarına göre Engle- Granger ve Johansen eşbütünleşme testlerinin uygulanması mümkün değildir. Bu nedenle modelde yer alan değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönem ilişkileri belirlemek amacıyla Pesaran, Shin ve Smith tarafından geliştirilen gecikmesi dağıtılmış otoregresiv (ARDL) yöntemi kullanılmıştır.<sup>352</sup>

ARDL yönteminin en önemli avantajı değişkenlerin durağan olup olmadıklarına bakılmaksızın uygulanabilmesidir. ARDL yöntemi iki aşamada uygulanır. Önce, modelde yer alan değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkinin olup olmadığı araştırılır. Uzun dönem ilişkinin varlığı halinde bu ilişkiden elde edilen hata terimleri kullanılarak yine ARDL yöntemine dayalı değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkileri veren bir hata düzeltme modeli tahmin edilir.

### 3.4.1. ARDL yöntemi ve sınır testi yaklaşımı

Pesaran vd. tarafından geliştirilen sınır testi yaklaşımında serilerin hangi düzeyde durağan olduklarına bakılmaksızın aralarında bir eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığı araştırılabilmektedir. Bu amaçla önce eşitlik (5)'e dayalı sınırlandırılmamış bir hata düzeltme modeli tahmin edilir.

<sup>349</sup> İlhan Öztürk, Ali Acaravcı, Döviz Kurundaki Değişikliğin Türkiye İhracatına Etkisi, [www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/exchange.doc](http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/exchange.doc) (E.T.12.10.2007)

<sup>350</sup> S.Johansen, Statistical Analysis of Cointegration Vectors , Journal of Economic Dynamics and Control, Vol:12, 1988, pp.231-254

<sup>351</sup> S.Johansen ve K.Juselius, Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, No:52, 1990, pp.169-210

<sup>352</sup> M. Pesaran, H. Shin ve Y. Smith, Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationship, Journal of Applied Econometrics, No: 16, pp, 289-326

$$\Delta \text{BUY}_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1t} \Delta \text{BUY}_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2t} \Delta \text{SSY}_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{3t} \Delta \text{İŞG}_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{4t} \Delta \text{DA}_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{5t} \Delta \text{YY}_{t-i} + a_{6t} D + a_{7t} \text{BUY}_{t-1} + a_{8t} \text{SSY}_{t-1} + a_{9t} \text{İŞG}_{t-1} + a_{10t} \text{DA}_{t-1} + a_{11t} \text{YY}_{t-1} + a_{12t} T + \varepsilon$$

(6)

Bu modelde eşbütünleşme ilişkisi trendli modelde  $H_0 : a_{7t} = a_{8t} = a_{9t} = a_{10t} = a_{11t} = a_{12t} = 0$ , trendsiz modelde ise  $H_0 : a_{7t} = a_{8t} = a_{9t} = a_{10t} = a_{11t} = 0$  hipotezinin test edilmesiyle araştırılır. Hesaplanan F istatistiği Peseran'daki alt ve üst kritik değerleri ile karşılaştırılır.<sup>353</sup> Hesaplanan F istatistiği Peseran'ın alt kritik değerinden küçük ise seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi yok demektir. Hesaplanan F istatistiği üst kritik değerden büyük ise seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır. F değerleri, F istatistiğinin alt ve üst kritik değerlerin arasına düşmesi halinde ise eşbütünleşmenin olup olmadığı hakkında bir karar verilememektedir.

(6) nolu eşitlik en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmekte ve m gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriteri(AIC), Schwarz bilgi kriteri (SC) ile belirlenmektedir. Tahmin edilen modelin sağlıklı sonuç vermesi için hata terimleri arasında ardışık bağımlılığın olmaması gerekir. Ardışık bağımlılığın olup olmadığı Breusch-Godfrey istatistiği ile test edilir.

Eşbütünleşmenin varlığı, yukarıda anlatılan süreç sonucu tespit edildikten sonra, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi aşağıdaki ARDL formundaki eşitlik yardımıyla tahmin edilir.

$$\text{BUY}_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1t} \text{BUY}_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{2t} \text{SSY}_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{3t} \text{İŞG}_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{4t} \text{DA}_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{5t} \text{YY}_{t-i} + u_1$$

(7)

Eşitlik (7)'nin hata terimleri kullanılarak bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkileri belirlemek amacıyla aşağıdaki ARDL modeli tahmin edilir.

$$\Delta \text{BUY}_t = \delta_0 + \sum_{i=1}^m \delta_{1t} \Delta \text{BUY}_{t-i} + \sum_{i=0}^m \delta_{2t} \Delta \text{SSY}_{t-i} + \sum_{i=0}^m \delta_{3t} \Delta \text{İŞG}_{t-i} + \sum_{i=0}^m \delta_{4t} \Delta \text{DA}_{t-i} + \sum_{i=0}^m \delta_{5t} \Delta \text{YY}_{t-i} + \text{HDT}_{t-1}$$

(8)

<sup>353</sup> Peseran, Shin ve Smith, Agm, s.300-301

Kısa dönem ilişkileri ortaya koyan modelin tahmin sonuçlarının sağlıklı olması için Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık, Ramsey regresyonda model kurma hatası, Jargue-Bera normallik ve White değişen varyans sınaama istatistiklerine bakılır.

### 3.4.2. Ampirik sonuçlar

Araştırmamızın amacına uygun olarak yabancı yatırımlar; doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımları ve diğer yabancı yatırımları şeklinde ayırma gidilerek ARDL modelinin tahmininde yabancı yatırımlar yerine her bir yatırım türü konulmak suretiyle üç ayrı model tahmin edilmiştir.

Doğrudan yabancı yatırımların yer aldığı (6) numaralı eşitlik, maksimum altı gecikme uzunluğu alınmak suretiyle tahmin edilmiş ve tahmin sonuçları Tablo 3.16'da verilmiştir.

**Tablo 3.16:** Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Sayısının Belirlenmesi (Doğrudan Yabancı Yatırımlar)

| Ge<br>c | TRENDLİ       |               |                    |                    | TRENDSİZ      |               |                    |                    |
|---------|---------------|---------------|--------------------|--------------------|---------------|---------------|--------------------|--------------------|
|         | AIC           | SIC           | LM(-1)             | LM(-4)             | AIC           | SIC           | LM(-1)             | LM(-4)             |
| 0       | -2.795        | -2.329        | 12.143-0.000       | 15.338-0.004       | -2.695        | -2.665        | 7.06-0.007         | 13.537-0.008       |
| 1       | -2.142        | -1.676        | 27.588-0.000       | 31.95-0.000        | -2.120        | -1.689        | 22.877-0.000       | 27.048-0.000       |
| 2       | -4.014        | -3.363        | 6.504-0.010        | 8.847-0.065        | -3.375        | -2.761        | 21.495-0.000       | 22.863-0.000       |
| 3       | -4.019        | -3.180        | 0.442-0.506        | 8.068-0.089        | -3.907        | -3.104        | 4.094-0.043        | 11.535-0.021       |
| 4       | -4.193        | -3.162        | 0.075-0.784        | 14.289-0.006       | -4.202        | -3.207        | 0.000-0.990        | 16.613-0.002       |
| 5       | -4.162        | -2.935        | 0.330-0.565        | 24.752-0.000       | -4.182        | -2.992        | 0.232-0.361        | 23.822-0.000       |
| 6       | <b>-4.844</b> | <b>-3.418</b> | <b>1.266-0.260</b> | <b>4.763-0.291</b> | <b>-4.775</b> | <b>-3.386</b> | <b>1.474-0.224</b> | <b>4.828-0.305</b> |

Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DDY) değişkeninin AIC, SIC kriterlerine 1 ve 4 gecikmeli, LM test istatistiğine göre optimum gecikme uzunluğu 6 olarak belirlenmektedir. Tablo 3.17' de verilen Pesaran (2001)'deki kritik değerlere göre gerek trenli gerekse trendsiz eşitlikte eşbütünleşme ilişkisinin var olduğu anlaşılmaktadır.

**Tablo 3.17:** Eşbütünleşme Testi (Doğrudan Yabancı Yatırımlar)

|                  | TRENDLİ                         | TRENDSİZ                        |
|------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| <b>6 Gecikme</b> | <b>F<sub>hes</sub> = 10.189</b> | <b>F<sub>hes</sub> = 11.454</b> |
| %10              | 2.53-3.59                       | 2.26-3.35                       |
| %5               | 2.87-4.00                       | 2.62-3.79                       |
| %1               | 3.19-4.38                       | 2.96-4.18                       |

Kaynak: Pesaran(2001), TabloCI(V) Case V, Tablo:C(iii) Case III

**Tablo 3.18:** Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Sayısının Belirlenmesi (Yabancı Portföy Yatırımları)

| G<br>ec | TRENDLİ       |               |                    |                    | TRENDSİZ      |               |                    |                    |
|---------|---------------|---------------|--------------------|--------------------|---------------|---------------|--------------------|--------------------|
|         | AIC           | SIC           | LM(-1)             | LM(-4)             | AIC           | SIC           | LM(-1)             | LM(-4)             |
| 0       | -2.798        | -2.332        | 11.91-0.000        | 15.01-0.004        | -22.96.       | -2.266        | 6.34-0.007         | 12.955-0.011       |
| 1       | -2.152        | -1.686        | 26.41-0.000        | 30.40-0.000        | -2.120        | -1.690        | 21.23-0.000        | 25.50-0.000        |
| 2       | <b>-3.963</b> | <b>-3.312</b> | <b>7.90-0.005</b>  | <b>11.69-0.019</b> | -3.309        | -2.694        | 17.84-0.000        | 18.89-0.000        |
| 3       | <b>-4.077</b> | <b>-3.237</b> | <b>0.112-0.736</b> | <b>12.70-0.019</b> | <b>-3.921</b> | <b>-3.118</b> | <b>2.881-0.089</b> | <b>16.83-0.002</b> |
| 4       | -4.278        | -3.247        | 0.050-0.822        | 18.40-0.001        | <b>-4.309</b> | <b>-3.314</b> | <b>0.075-0.783</b> | <b>19.03-0.000</b> |
| 5       | -4.209        | -2.982        | 0.127-0.720        | 27.63-0.000        | -2.229        | -3.04         | 0.000-0.994        | 24.08-0.000        |
| 6       | -4.581        | -3.155        | 1.47-0.224         | 32.32-0.000        | -4.478        | -3.090        | 2.74-0.097         | 28.20-0.000        |

Tablo 3.19’da görüldüğü gibi, yabancı portföy yatırımlarının yer aldığı hem trendli hem de trendsiz modelde değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı ortaya konulmaktadır.

**Tablo 3.19:** Eşbütünleşme Testi (Yabancı Portföy Yatırımları)

|     | TRENDLİ            |                   | TRENDSİZ          |                   |
|-----|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|     | 2 Gecikme          | 3 Gecikme         | 3 Gecikme         | 4 Gecikme         |
|     | $F_{hes} = 173.90$ | $F_{hes} = 9.177$ | $F_{hes} = 9.730$ | $F_{hes} = 6.739$ |
| %10 | 4.19-5.06          | 3.47-4.45         | 2.72-3.77         | 2.45-3.52         |
| %5  | 4.87-5.85          | 4.01-5.07         | 3.23-4.35         | 2.86-4.01         |
| %1  | 5.49-6.59          | 4.52-5.62         | 3.69-4.89         | 3.25-4.49         |

Kaynak: Pesaran(2001), TabloCI(V) Case V, Tablo:C(iii) Case III

Yabancı portföy yatırımlarının yer aldığı (6) numaralı eşitlik tahmin sonuçlarına göre, trendli model için 2 ve 3 gecikmeli, trendsiz model için ise 3 ve 4 gecikmeli eşitliklerin AIC, SIC kriterlerine ve LM test istatistiklerine göre seçildiği görülmektedir.(Tablo:3.19)

Diğer Yabancı Yatırımların yer aldığı (6) nolu eşitlik tahmini sonuçlarına göre eşbütünleşme sınır testi için 6 gecikmeli trendli, 4 ve 6 gecikmeli trendsiz modeller seçilmiştir..(Tablo:3.21) Tablo 3.21’de görüldüğü gibi diğer yabancı yatırımların yer aldığı modelde değişkenlerin zaman içerisinde birlikte hareket ettiği sonucu ortaya çıkmaktadır.

**Tablo 3.20:** Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Sayısının Belirlenmesi (Diğer Yabancı Yatırımlar)

| Ge<br>c | TRENDLİ       |               |                    |                    | TRENDSİZ      |               |                    |                    |
|---------|---------------|---------------|--------------------|--------------------|---------------|---------------|--------------------|--------------------|
|         | AIC           | SIC           | LM(-1)             | LM(-4)             | AIC           | SIC           | LM(-1)             | LM(-4)             |
| 0       | -2.776        | -2.310        | 11.52-0.000        | 14.62-0.005        | -2.670        | -2.247        | 5.84-0.015         | 11.27-0.023        |
| 1       | -2.145        | -1.679        | 26.88-0.000        | 31.59-0.000        | -2.122        | -1.692        | 21.85-0.000        | 25.45-0.000        |
| 2       | -3.946        | -3.295        | 6.021-0.014        | 9.80-0.043         | -3.350        | -2.735        | 17.61-0.000        | 19.98-0.000        |
| 3       | -4.076        | -3.237        | 0.160-0.688        | 7.98-0.092         | -3.979        | -3.176        | 2.46-0.116         | 13.19-0.010        |
| 4       | -4.260        | -3.228        | 0.073-0.786        | 12.69-0.012        | <b>-4.254</b> | <b>-3.260</b> | <b>0.246-0.619</b> | <b>15.45-0.003</b> |
| 5       | -4.421        | -3.196        | 2.666-0.102        | 18.82-0.000        | -4.372        | -3.183        | 0.460-0.490        | 13.67-0.008        |
| 6       | <b>-4.978</b> | <b>-3.552</b> | <b>1.003-0.316</b> | <b>2.784-0.594</b> | <b>-4.555</b> | <b>-3.167</b> | <b>5.823-0.015</b> | <b>14.46-0.005</b> |

**Tablo 3.21:** Eşbütünleşme Testi (Diğer Yabancı Yatırımlar)

|     | TRENDLİ           | TRENDSİZ         |                  |
|-----|-------------------|------------------|------------------|
|     | 6 Gecikme         | 4 Gecikme        | 6 Gecikme        |
|     | $F_{hes} = 13.43$ | $F_{hes} = 6.65$ | $F_{hes} = 8.22$ |
| %10 | 2.53-3.59         | 2.45-3.52        | 2.12-3.23        |
| %5  | 2.87-4.00         | 2.86-4.01        | 2.45-3.61        |
| %1  | 3.19-4.38         | 3.25-4.49        | 2.75-3.99        |

Kaynak: Pesaran(2001), TabloCI(V) Case V, Tablo:C(iii) Case III

Her üç yabancı yatırım türünün yer aldığı eşitliklerde eşbütünleşme ilişkisinin varlığı belirlendikten sonra, (7) nolu uzun dönemli ARDL eşitliği tahmin edilmiştir. Bu eşitlik tahmin edilirken önce bağımlı değişken kendi gecikmeli değerleri ile regresyona tabi tutulmuş ve bağımlı değişkenin en uygun gecikmeli değeri Akaike bilgi kriterine (AIC) göre seçilmiştir. Sonra ikinci değişken modele dahil edilmiş, bu model içinde en uygun gecikme uzunluğu AIC ile belirlenerek sonrasında üçüncü ve diğer değişkenler modele katılmak suretiyle aynı işlem tekrarlanmıştır.

Yukarıda açıklanan süreç sonucunda seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edildikten sonra uzun ve kısa dönem ilişkileri belirlemek için, doğrudan yabancı yatırımların, yabancı portföy yatırımlarının ve diğer yabancı yatırımlarının yer aldığı üç ARDL(4,4,0,4,2) eşitliği tahmin edilmiştir.

### 3.4.2.1 Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme

Değişkenler arasında uzun dönem ilişkisini ortaya koyabilmek amacıyla ARDL(4,4,0,4,2) model sonuçları ve bu sonuçlara dayanarak hesaplanan uzun dönem katsayıları aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.



**Tablo 3.22:** ARDL(4,4,0,4,2) Model ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DDY)

| Değişkenler        | Katsayılar | Standart Hata | t İstatistiği | P değeri |
|--------------------|------------|---------------|---------------|----------|
| Sabit              | 0.038155   | 0.016086      | 2.371947      | 0.0230   |
| BUY <sub>t-1</sub> | -0.392439  | 0.143314      | -2.7383130    | 0.0094   |
| BUY <sub>t-2</sub> | -0.303503  | 0.146356      | -2.073735     | 0.0451   |
| BUY <sub>t-3</sub> | -0.429430  | 0.123434      | -3.479024     | 0.0013   |
| BUY <sub>t-4</sub> | 0.577548   | 0.122136      | 4.728748      | 0.0000   |
| SSY                | 0.316406   | 0.048595      | 6.511033      | 0.0000   |
| SSY <sub>t-1</sub> | 0.064952   | 0.059476      | 1.092073      | 0.2819   |
| SSY <sub>t-2</sub> | 0.059271   | 0.053048      | 1.117299      | 0.2711   |
| SSY <sub>t-3</sub> | 0.082258   | 0.050373      | 1.632983      | 0.1110   |
| SSY <sub>t-4</sub> | -0.182876  | 0.048109      | -3.801293     | 0.0005   |
| İŞG                | -0.113153  | 0.164243      | -0.688936     | 0.4952   |
| DA                 | -0.134052  | 0.062198      | -2.155236     | 0.0377   |
| DA <sub>t-1</sub>  | 0.072675   | 0.064290      | 1.130427      | 0.2656   |
| DA <sub>t-2</sub>  | 0.110369   | 0.062293      | 1.771765      | 0.0847   |
| DA <sub>t-3</sub>  | 0.035024   | 0.066358      | 0.527812      | 0.6008   |
| DA <sub>t-4</sub>  | 0.180846   | 0.063589      | 2.843996      | 0.0072   |
| DYY                | 0.001651   | 0.002237      | 0.738109      | 0.4651   |

R<sup>2</sup> = 0.997041 D-W İstatistiği = 1.630544 F İstatistiği = 636.4676

**Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları(Doğrudan Yabancı Yatırımlar)**

| Değişkenler | Uzun Dönem Katsayıları <sup>354</sup> | Standart Hata | t Değerleri |
|-------------|---------------------------------------|---------------|-------------|
| Sabit       | 0.024650                              | 0.006449      | 3.822       |
| SSY         | 0,219670                              | 0.071756      | 3.061       |
| İŞG         | -0.073104                             | 0.111133      | -0.657      |
| DA          | 0.171118                              | 0.112895      | 1.515       |
| DDY         | 0.0011                                | 0.001513      | 0.705       |

(7) nolu eşitliğe dayanarak hesaplanan, Tablo 3.22’de R<sup>2</sup> ve F istatistiğinin makul düzeyde olduğu görülmektedir.

Tablo 3.22’deki sonuçlara göre uzun dönemde sabit sermaye yatırımlarındaki % 1’lik bir artış, büyümede % 0.21’lik bir artışa neden olmaktadır. Bu sonuca göre, reel toplam sabit sermaye yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki hem pozitif hem de anlamlı çıkmıştır.

Tablo 3.22’de görüleceği üzere, işgücünde %1’lik bir artış ise ekonomik büyümede % 0.07’lik bir azalışa neden olmaktadır. Her iki değişken arasındaki ilişki negatif, fakat

<sup>354</sup> Uzun Dönem parametreler, Bağımsız değişken katsayıları toplamı /1-[Bağımsız değişken katsayıları toplamı] olarak hesaplanmıştır.

anlamlıdır. İşgücündeki artışın ekonomik büyümeyi pozitif etkilemesi beklenirken, bulunan sonuç beklentilerin tersi çıkmıştır. Ancak okullaşma oranı x istihdam, işgücünün niteliğini ifade ettiği düşünüldüğünde sonucun negatif çıkması Türkiye’de beşeri sermaye ile büyüme arasında negatif ilişki olduğunu göstermektedir. Burada akla gelen beşeri sermayenin üretime yeterince katkı yapmamasıdır. Ya da yoğun işgücü kullanımı söz konusudur. Yani emeğin marjinal verimliliği negatiftir. Bu durum üretimin üçüncü safhasını gösterir. Diğer yandan işgücündeki artışın ekonomik büyümeyi azaltmasının nedeni, artan nüfusla birlikte sağlık harcamalarına, eğitim harcamalarına ve yeni eğitim yatırımlarına ihtiyaç duyulduğundan, nüfus artışının büyümeyi negatif etkilediği sonucu ortaya çıkmaktadır.

Uzun dönemde dışa açıklıktaki % 1’lik bir artış, ekonomik büyümede % 0.17’lik bir artışa neden olmaktadır. Bu sonuca göre, dışa açıklıktaki artış ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki pozitif ve anlamlı çıkmaktadır. Bu sonuç beklenen bir durumdur.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlar ise, çok büyük bir etkisi olmasa da ekonomik büyümede % 0,0011’lik bir artışa neden olduğu görülmektedir. Bu sonuca göre, uzun dönemde doğrudan yabancı sermaye ile ekonomik büyüme arasında istatistiki olarak anlamlılık düzeyi düşük çıkmıştır.

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkileri ise Tablo 3.23’de görüldüğü gibi ARDL yaklaşımına dayalı bir hata düzeltme modeli ile araştırılmıştır. Bu model (8) nolu eşitliğe dayanarak hesaplanmıştır.

Tablo 3.23 Doğrudan yabancı yatırımlar için ARDL(4,4,0,4,2) hata düzeltme modelinin sonuçlarını göstermektedir. Modelde  $HDTM_{t-1}$  terimi, uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata terimleri serisinin birinci gecikmesini ifade eder. Bu değişkenin katsayısı uzun dönem denge değerinden sapmaların bir dönemde düzeltileceğini göstermektedir. Bu katsayının işaretinin negatif olması beklenir.

**Tablo 3. 23:** ARDL(4,4,0,4,2) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları  
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DDY)

| Değişkenler                 | Katsayılar | Standart Hata | t İstatistiği | P değeri |
|-----------------------------|------------|---------------|---------------|----------|
| Sabit                       | 0.003007   | 0.003978      | 0.75585       | 0.4549   |
| Dum                         | -0.058155  | 0.023141      | -2.513007     | 0.0169   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-1</sub> | -0.683408  | 0.225057      | -3.036603     | 0.0046   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-2</sub> | -0.649099  | 0.241163      | -2.691541     | 0.011    |
| $\Delta$ BUY <sub>t-3</sub> | -0.714639  | 0.196733      | -3.632536     | 0.0009   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-4</sub> | 0.227738   | 0.225574      | 1.009595      | 0.3198   |
| $\Delta$ SSY                | 0.240454   | 0.051899      | 4.633101      | 0.0001   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-1</sub> | 0.106842   | 0.075436      | 1.416328      | 0.1658   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-2</sub> | 0.101005   | 0.06468       | 1.561625      | 0.1276   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-3</sub> | 0.139376   | 0.069882      | 1.99444       | 0.0542   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-4</sub> | -0.077742  | 0.06545       | -1.187806     | 0.2431   |
| $\Delta$ İŞG                | -0.021385  | 0.104326      | -0.20498      | 0.8388   |
| $\Delta$ DA                 | -0.141571  | 0.055883      | -2.533336     | 0.0161   |
| $\Delta$ DA <sub>t-1</sub>  | -0.007372  | 0.088174      | -0.083607     | 0.9339   |
| $\Delta$ DA <sub>t-2</sub>  | 0.023547   | 0.086424      | 0.272464      | 0.7869   |
| $\Delta$ DA <sub>t-3</sub>  | -0.032533  | 0.072521      | -0.448597     | 0.6566   |
| $\Delta$ DA <sub>t-4</sub>  | 0.001532   | 0.001548      | 0.989924      | 0.3292   |
| $\Delta$ DDY                | 0.001532   | 0.001548      | 0.989924      | 0.3292   |
| HDTM <sub>t-1</sub>         | -1.0512    | 0.262556      | -4.003714     | 0.0003   |

$R^2 = 0.997041$  D-W İstatistiği =1.630544 F İstatistiği =636.4676

$$\begin{aligned} X^2_{BGAB} (2) &= 5.09 (0.07) \\ X^2_{JBN} (2) &= 0.16 (0.92) \\ X^2_{WDV} &= 41.04 (0.22) \\ X^2_{RRMKH} (2) &= 4.12 (0.12) \end{aligned}$$

Modelde parantez içindeki rakamlar kesin olasılık değerlerini göstermektedir.  $X^2_{BGAB}$ , Breusch- Godfrey ardışık bağımlılık testini ifade etmektedir. Bu sonuca göre modelde ardışık bağımlılık sorununun bulunmadığı söylenebilir.  $X^2_{JBN}$ , Jargue-Bera serinin normal dağılıp dağılmadığını, kısaca normallik testini göstermektedir. Buna göre hata terimlerinin dağılımı normaldir.  $X^2_{WDV}$ , White değişken varyans sınama istatistiğidir.  $X^2_{RRMKH}$ , Ramsey regresyonda model kurma hatasıdır. Bu sınımaya göre de model kurma hatasının söz konusu olmadığı anlaşılmaktadır.

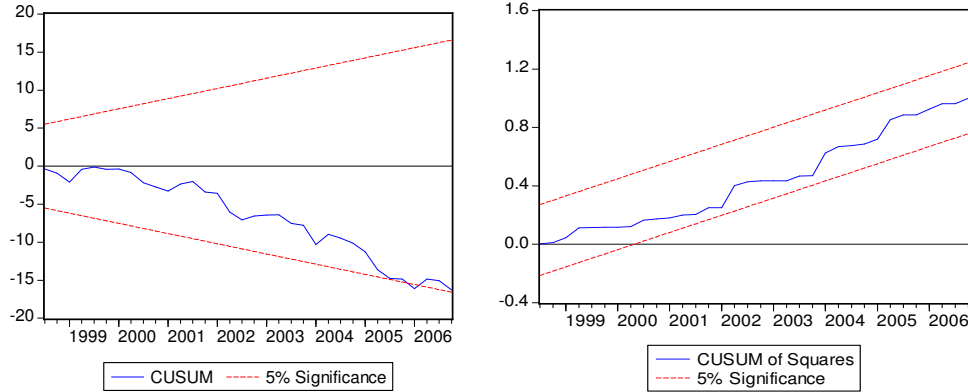
Örneğimizde hata teriminin katsayısı  $-1.0512$  olarak bulunmuştur. Narayan ve Smyt'in çalışmalarında<sup>355</sup> belirttiği gibi hata düzeltme terimi katsayısının 1 civarında olması sistemin yaklaşık bir yıl içinde dengeye geldiğini ifade eder. Bu dalgalanma her seferinde azalarak uzun dönemde dengeye ulaşmayı sağlamaktadır.

Şekil 3.23'de görüleceği üzere kriz dönemlerinde büyüme olumsuz etkilenmektedir.

Kısa dönemde büyüme kendi 1, 2 ve 3 gecikmeli değerlerinden olumsuz ve istatistiki olarak anlamlı etkilenmektedir.

Büyüme sabit sermaye yatırımlarının cari ve gecikmeli değerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü etkilenmektedir. Sabit sermaye yatırımları bir ve iki gecikmeli değerlerinden istatistiki olarak anlamlılık düzeyi düşük olmasına rağmen, pozitif yönlü etkilediği görülmektedir.

Dışa açıklığın cari dönem değeri büyüme negatif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı etkilenmektedir.



### 3.4.2.2 Yabancı portföy yatırımları ve ekonomik büyüme

Değişkenler arasında uzun dönem ilişkisini ortaya koyabilmek amacıyla ARDL(4,4,0,4,2) model sonuçları ve bu sonuçlara dayanarak hesaplanan uzun dönem katsayıları aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

<sup>355</sup> P.K.Narayan, R. Smyth, What Determines Migration Flows From Low-income to High-income Countries? An Empirical Investigation of Fiji –US Migration 1972-2001, Contemporary Economic Policy, Vol.24, No:2, 2006, pp.332-342

**Tablo 3.24:** ARDL(4,4,0,4,2) Model ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları(YPY)

| Değişkenler        | Katsayılar | Standart Hata | t İstatistiği | P değeri |
|--------------------|------------|---------------|---------------|----------|
| Sabit              | 0.038823   | 0.014804      | 2.622584      | 0.0128   |
| BUY <sub>t-1</sub> | -0.401196  | 0.137597      | -2.921280     | 0.0061   |
| BUY <sub>t-2</sub> | -0.312831  | 0.141896      | -2.204643     | 0.0341   |
| BUY <sub>t-3</sub> | -0.458738  | 0.121521      | -3.774970     | 0.0006   |
| BUY <sub>t-4</sub> | 0.607168   | 0.114831      | 5.287477      | 0.0000   |
| SSY                | 0.318078   | 0.045396      | 7.006733      | 0.0000   |
| SSY <sub>t-1</sub> | 0.074836   | 0.057702      | 1.296941      | 0.2031   |
| SSY <sub>t-2</sub> | 0.051912   | 0.054722      | 0.948650      | 0.3493   |
| SSY <sub>t-3</sub> | 0.097143   | 0.051819      | 1.874661      | 0.0692   |
| SSY <sub>t-4</sub> | -0.205481  | 0.046433      | -4.425284     | 0.0001   |
| İŞG                | -0.166149  | 0.152560      | -1.089075     | 0.2836   |
| DA                 | -0.137874  | 0.057586      | -2.415189     | 0.0211   |
| DA <sub>t-1</sub>  | 0.075210   | 0.058251      | 1.291124      | 0.2051   |
| DA <sub>t-2</sub>  | 0.111893   | 0.055779      | 2.006007      | 0.0526   |
| DA <sub>t-3</sub>  | 0.014470   | 0.061238      | 0.235914      | 0.8149   |
| DA <sub>t-4</sub>  | 0.219321   | 0.062563      | 3.505598      | 0.0013   |
| YPY                | -0.000017  | 0.000013      | 1.320628      | 0.1952   |
| YPY <sub>t-1</sub> | -0.000082  | 0.000012      | -2.352761     | 0.0244   |
| YPY <sub>t-2</sub> | 0.000015   | 0.000015      | 1.310126      | 0.1987   |

R<sup>2</sup> = 0.991927 D-W İstatistiği = 2.493903 F İstatistiği = 238.9037

#### Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları(Yabancı Portföy Yatırımları)

| Değişkenler | Uzun Dönem Katsayıları <sup>356</sup> | Standart Hata | t Değerleri |
|-------------|---------------------------------------|---------------|-------------|
| Sabit       | 0,02478                               | 0.005669      | 4.370       |
| SSY         | 0,21480                               | 0.070690      | 3.030       |
| İŞG         | -0,10610                              | 0.10610       | -1.000      |
| DA          | 0.1807                                | 0.09980       | 1.810       |
| YPY         | 0.0000027                             | 0.00000139    | 0.197       |

(7) nolu eşitliğe dayanarak hesaplanan, Tablo 3.24’de uzun dönem ilişkiyi ifade eden yukarıdaki modelde R<sup>2</sup> ve F İstatistiğinin makul düzeyde olduğu görülmektedir.

Sabit sermaye yatırımlarındaki % 1’lik bir artış büyümede % 0.21’lik bir artışa neden olmaktadır. Sabit sermaye yatırımları ile büyüme arasındaki ilişki hem istatistiki olarak anlamlı hem de beklenildiği şekilde pozitif çıkmıştır. Bu sonuca göre, beklendiği gibi sabit sermaye yatırımlarındaki artış, büyümeyi en çok etkileyen faktör olarak gözükmektedir.

<sup>356</sup>Uzun Dönemli parametreler: Bağımsız değişken katsayıları toplamı /1-[Bağımsız Değişken katsayıları toplamı] olarak hesaplanmıştır. Örneğin X2 değişkeni için: 0,318078+0,074836+0,0051912+0,097143+(-0.205481)/1- [(-0,401196)+ (-0,312831)+(-0,458738)+(0,607168)]=0,2148

İşgücünde büyümede % 1'lik bir artış ekonomik büyüme üzerinde % 0.1'lik bir azalışa neden olmaktadır. İşgücünde büyüme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki negatif fakat anlamlılık düzeyi düşüktür.

Uzun dönemde, dışa açıklıkta % 1'lik bir artış büyümede % 0.18'lik bir artışa neden olmaktadır. İki değişken arasındaki ilişki pozitif ve anlamlı çıkmıştır.

Portföy yatırımlarında % 1'lik bir artış, çok büyük bir etkisi olmasa da büyümede % 0,0000027'lik bir artışa neden olduğu görülmektedir. Her iki değişken arasındaki ilişki pozitif, fakat istatistiki olarak anlamlılık düzeyi düşüktür.

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkileri ise Tablo 3.25'de görüldüğü gibi ARDL yaklaşımına dayalı bir hata düzeltme modeli ile araştırılmıştır. Bu model (8) nolu eşitliğe dayanarak hesaplanmıştır.

Örneğimizde hata teriminin katsayısı -0.932885 olarak bulunmuştur.

Şekil 3.25'de görüleceği üzere kısa dönemde büyüme 1, 2 ve 3 gecikmeli değerlerinde olumsuz ve istatistiki olarak anlamlı etkilenmektedir.

Büyüme sabit sermaye yatırımlarının cari ve gecikmeli değerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü etkilemektedir. Sabit sermaye yatırımları cari dönemde, bir, iki ve üç gecikmeli değerlerinde istatistiki olarak anlamlılık düzeyi düşük olmasına rağmen, pozitif yönlü etkilediği görülmektedir.

Dışa açıklığın cari dönem değeri büyüme pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı etkilemektedir.

Yabancı portföy yatırımlarının cari dönemde olumlu ve bir gecikmeli değeri büyüme olumsuz ve istatistiki olarak anlamsız etkilemektedir.

**Tablo 3.25:** ARDL(4,4,0,4,2) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları  
Yabancı Portföy Yatırımları (YPY)

| Değişkenler                 | Katsayılar | Standart Hata | t İstatistiği | P değeri |
|-----------------------------|------------|---------------|---------------|----------|
| Sabit                       | -0.00141   | 0.003634      | -0.387904     | 0.7006   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-1</sub> | -0.725972  | 0.226742      | -3.201752     | 0,0030   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-2</sub> | -0.597692  | 0.228033      | -2.621072     | 0.0132   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-3</sub> | -0.742447  | 0.194538      | -3.816473     | 0.0006   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-4</sub> | 0.253749   | 0.227737      | 1.114223      | 0.2732   |
| $\Delta$ SSY                | 0,344080   | 0.038571      | 8.92067       | 0,0000   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-1</sub> | 0.198666   | 0.075193      | 2.642066      | 0.0125   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-2</sub> | 0.146723   | 0.06992       | 2.098438      | 0.0436   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-3</sub> | 0.221511   | 0.068814      | 3.218997      | 0.0029   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-4</sub> | -0.075659  | 0.068747      | -1.100538     | 0.2791   |
| $\Delta$ İŞG                | -0.162332  | 0.097025      | -1.673086     | 0.1038   |
| $\Delta$ DA                 | -0.178345  | 0.052916      | -3.370333     | 0.0019   |
| $\Delta$ DA <sub>t-1</sub>  | -0.012815  | 0,092860      | -0.138006     | 0.8911   |
| $\Delta$ DA <sub>t-2</sub>  | 0.061699   | 0.088055      | 0.700686      | 0.4884   |
| $\Delta$ DA <sub>t-3</sub>  | -0.00848   | 0.073688      | -0.115078     | 0.9091   |
| $\Delta$ DA <sub>t-4</sub>  | 0.179828   | 0.073627      | 2.442416      | 0.0201   |
| $\Delta$ YPY                | 0.000019   | 0.000011      | 1.775837      | 0.085    |
| $\Delta$ YPY <sub>t-1</sub> | -0.00002   | 0.000012      | -1.84616      | 0.0739   |
| $\Delta$ YPY <sub>t-2</sub> | 0.000012   | 0.000017      | 1.12037       | 0.2706   |
| HDTM <sub>t-1</sub>         | -0.932885  | 0.281066      | -3.319101     | 0.0022   |

$R^2 = 0.997036$  D-W İstatistiği =2.036202 F İstatistiği =584.2756

Tablo 3.26'da ARDL(4,4,0,4,2) hata düzeltme modelinin sonuçlarını göstermektedir. Tablo 3.26'daki modelde HDTM<sub>t-1</sub> terimi, uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata terimleri serisinin birinci gecikmesini ifade eder.

Daha önce açıklandığı gibi, bu değişkenin katsayısı kısa dönemdeki dengesizliğin ne kadarının uzun dönemde düzeltileceğini gösterir.

Örneğimizde hata teriminin katsayısı -0.964430 olarak bulunmuştur. Örneğimizde, beklendiği gibi hata teriminin birinci gecikmesi negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır.

Şekil 3.26'da görüleceği üzere kriz dönemlerinde büyüme istatistiki olarak olumsuz etkilenmektedir. Kısa dönemde büyüme kendi 1, 2 ve 3 gecikmeli değerlerinde olumsuz ve istatistiki olarak anlamlı etkilenmektedir.

Büyümeyi sabit sermaye yatırımlarının cari ve gecikmeli değerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü etkilemektedir. Sabit sermaye yatırımları bir ve iki gecikmeli değerlerinden istatistiki olarak anlamlılık düzeyi düşük olmasına rağmen, pozitif yönlü

etkilediği görülmektedir. Dışa açıklığın cari dönem değeri ve dört gecikmeli değeri büyümei negatif yönlü ve istatistiki olarak anlamsız etkilemektedir. Yabancı portföy yatırımlarının cari dönem ve bir gecikmeli değeri büyümei istatistiki olarak anlamsız ve olumsuz etkilemektedir.

**Tablo 3.26:** ARDL(4,4,0,4,2) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (YPY) Yabancı Portföy Yatırımları (Gölge Değişken)

| Değişkenler                 | Katsayılar | Standart Hata | t İstatistiği | P değeri |
|-----------------------------|------------|---------------|---------------|----------|
| Sabit                       | 0.002688   | 0.003803      | 0.706722      | 0.4849   |
| Dum                         | -0.053456  | 0.022297      | -2.397416     | 0.0225   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-1</sub> | -0.760725  | 0.212499      | -3.579899     | 0.0011   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-2</sub> | -0.724685  | 0.219693      | -3.298624     | 0.0024   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-3</sub> | -0.779880  | 0.182562      | -4.271867     | 0.0002   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-4</sub> | 0.233670   | 0.213099      | 1.096534      | 0.2810   |
| $\Delta$ SSY                | 0.258372   | 0.050781      | 5.087998      | 0.0000   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-1</sub> | 0.139709   | 0.074483      | 1.875711      | 0.0698   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-2</sub> | 0.117806   | 0.066479      | 1.772073      | 0.0859   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-3</sub> | 0.155111   | 0.070049      | 2.214332      | 0.0341   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-4</sub> | -0.115475  | 0.066389      | -1.739356     | 0.0916   |
| $\Delta$ İŞG                | -0.056178  | 0.100948      | -0.556506     | 0.5817   |
| $\Delta$ DA                 | -0.125577  | 0.054152      | -2.318995     | 0.0269   |
| $\Delta$ DA <sub>t-1</sub>  | 0.025825   | 0.088307      | 0.292445      | 0.7718   |
| $\Delta$ DA <sub>t-2</sub>  | 0.046974   | 0.082561      | 0.568963      | 0.5734   |
| $\Delta$ DA <sub>t-3</sub>  | -0.016193  | 0.068974      | -0.234772     | 0.8159   |
| $\Delta$ DA <sub>t-4</sub>  | 0.148162   | 0.070097      | 2.113672      | 0.0424   |
| $\Delta$ YPY                | 1.82E-05   | 1.03E-05      | 1.768492      | 0.0865   |
| $\Delta$ YPY <sub>t-1</sub> | -1.85E-05  | 1.05E-05      | -1.755815     | 0.0887   |
| $\Delta$ YPY <sub>t-2</sub> | 1.39E-05   | 1.01E-05      | 1.379771      | 0.1772   |
| HDTM <sub>t-1</sub>         | -0.964430  | 0.263126      | -3.665278     | 0.0009   |

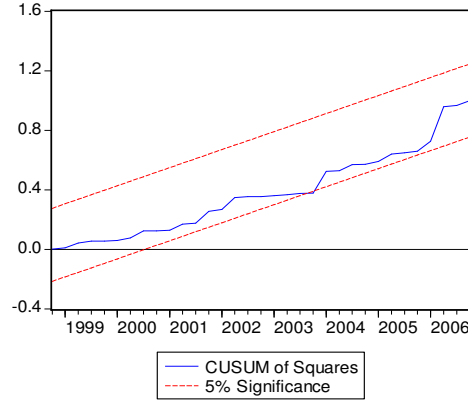
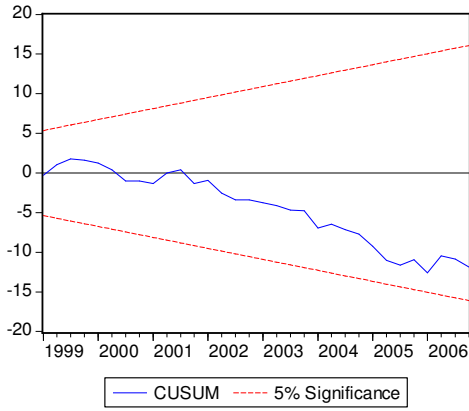
$R^2 = 0.997487$  D-W İstatistiği = 1.698624 F İstatistiği = 635.2042

Modelde diğer test sonuçları aşağıdaki gibidir:

$X^2_{BGAB} (2) = 0.411 (0.814)$ ,  $X^2_{JBN} = 2.67 (0.26)$ ,  $X^2_{WDV} = 40.87 (0.34)$ ,  $X^2_{RRMKH} = 1.146 (0.28)$

$X^2_{BGAB}$ , Breusch- Godfrey ardışık bağımlılık testini,  $X^2_{JBN}$ , Jargue-Bera normallik testini,  $X^2_{WDV}$ , White değişken varyans sınaama istatistiğini ve  $X^2_{RRMKH}$ , Ramsey regresyonda model kurma hatasıdır. Trend katsayısı istatistiki olarak anlamsız çıktığından modele dahil edilmemiştir.





### 3.4.2.3. Diğer yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme

Değişkenler arasında uzun dönem ilişkisini ortaya koyabilmek amacıyla ARDL(4,4,0,4,2) model sonuçları ve bu sonuçlara dayanarak hesaplanan uzun dönem katsayıları aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

**Tablo 3.27:** ARDL(4,4,0,4,2) Model ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları (DYY:Diğer Yatırımlar)

| Değişkenler        | Katsayılar | Standart Hata | t İstatistiği | P değeri |
|--------------------|------------|---------------|---------------|----------|
| Sabit              | 0.042398   | 0.015886      | 2.668943      | 0.0113   |
| BUY <sub>t-1</sub> | -0.407046  | 0.143622      | -2.834151     | 0.0075   |
| BUY <sub>t-2</sub> | -0.336156  | 0.150527      | -2.233195     | 0.0318   |
| BUY <sub>t-3</sub> | -0.463581  | 0.125342      | -3.698531     | 0.0007   |
| BUY <sub>t-4</sub> | 0.556754   | 0.123648      | 4.502739      | 0.0001   |
| SSY                | 0.309742   | 0.050006      | 6.194158      | 0,0000   |
| SSY <sub>t-1</sub> | 0.061126   | 0.050994      | 1.899621      | 0.0655   |
| SSY <sub>t-2</sub> | 0.057380   | 0.054452      | 1.053756      | 0.2990   |
| SSY <sub>t-3</sub> | 0.096870   | 0.050994      | 1.899621      | 0.0655   |
| SSY <sub>t-4</sub> | -0.171424  | 0.048127      | -3.561886     | 0.0011   |
| İŞG                | -0.135941  | 0.169963      | -0.799825     | 0.4291   |
| DA                 | -0.130878  | 0.061752      | -2.119423     | 0.0410   |
| DA <sub>t-1</sub>  | 0.066693   | 0.062602      | 1.065354      | 0.2938   |
| DA <sub>t-2</sub>  | 0.097052   | 0.061567      | 1.576357      | 0.1237   |
| DA <sub>t-3</sub>  | 0.022013   | 0.067023      | 0.325441      | 0.7445   |
| DA <sub>t-4</sub>  | 0.178258   | 0.063350      | 2.813850      | 0.0079   |
| DYY                | 0.000109   | 0.000760      | 0.143977      | 0.8863   |
| DYY <sub>t-1</sub> | -0.000955  | 0.000729      | -1.310491     | 0.1983   |

R<sup>2</sup> = 0.990125

D-W İstatistiği = 2.586941

F İstatistiği = 212.3333

**Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları (Diğer Yabancı Yatırımlar)**

| Değişkenler | Uzun Dönem Katsayıları <sup>357</sup> | Standart Hata | t Değerleri |
|-------------|---------------------------------------|---------------|-------------|
| Sabit       | 0.025700                              | 0.0582        | 4.408       |
| SSY         | 0,214356                              | 0.067325      | 3.180       |
| İŞG         | -0.082387                             | 0.109512      | -0.752      |
| DA          | 0.141293                              | 0.102129      | 1.385       |
| DYY         | -0.000512                             | 0.000532      | 0.836       |

(7) nolu eşitliğe dayanarak hesaplanan, Tablo 3.27’de  $R^2$  ve F istatistiğinin makul düzeyde olduğu görülmektedir.

Uzun dönemde sabit sermaye yatırımlarındaki % 1’lik bir artış, büyümede % 0.21’lik bir artışa neden olmaktadır. Uzun dönemde toplam sabit sermaye yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki pozitif ve anlamlıdır.

İşgücünde % 1’lik bir artış büyümede % 0.08’lik bir azalışa neden olmaktadır. Buna göre işgücünde büyüme ile daha fazla eğitim yatırımları vb..nedenlerden dolayı ekonomik büyüme arasındaki ilişki negatif ve anlamlıdır.

Yine uzun dönemde dışa açıklıkta % 1’lik bir artış, büyümede % 0.14’lik bir artışa neden olmaktadır. Bu sonuç, daha önceki bulgularımıza paralel olarak istatistiki olarak pozitif ve anlamlıdır.

Toplam diğer yabancı yatırımlarında %1 artış ise çok büyük bir etkisi olmasa da büyümede % 0,000512’lik bir azalışa neden olduğu görülmektedir. Yani sonuç negatif ve anlamsızdır.

Diğer yabancı yatırımlar modelinde değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkileri, Tablo 3.28’de görüldüğü gibi yine ARDL yaklaşımına dayalı bir hata düzeltme modeli ile araştırılmıştır. Bu model (8) nolu eşitliğe dayanarak hesaplanmıştır.

Tablo 3:28’deki modelde  $HDTM_{t-1}$  terimi uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata terimleri serisinin birinci gecikmesini ifade eder. Daha önce açıkladığımız gibi bu değişkenin katsayısı kısa dönemdeki dengesizliğin ne kadarının uzun dönemde düzeltileceğini gösterir.

Örneğimizde hata teriminin katsayısı -1.039593 olarak bulunmuştur. Beklendiği gibi hata teriminin birinci gecikmesi negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır.

Şekil 3.28’de görüleceği üzere kriz dönemlerinde büyüme olumsuz etkilenmektedir.

<sup>357</sup>Uzun Dönemli parametreler: Bağımsız değişken katsayıları toplamı /1-[Bağımsız Değişken katsayıları toplamı] olarak hesaplanmıştır.

Kısa dönemde büyüme kendi 1, 2 ve 3 gecikmeli değerlerinde olumsuz ve istatistiki olarak anlamlı etkilenmektedir.

Büyüme, sabit sermaye yatırımlarının cari ve üç gecikmeli değerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü etkilenmektedir.

Dışa açıklığın cari dönem değeri büyüme negatif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı olarak etkilenmektedir.

Diğer yabancı yatırımlar ise cari dönem ve bir gecikmeli değeri büyüme olumsuz ve istatistiki olarak anlamsız etkilenmektedir.

**Tablo 3.28:** ARDL(4,4,0,4,2) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları(DYY)

| Değişkenler                 | Katsayılar | Standart Hata | t İstatistiği | P değeri |
|-----------------------------|------------|---------------|---------------|----------|
| Sabit                       | 0.002786   | 0.003984      | 0.699383      | 0.4892   |
| Dum                         | -0.056283  | 0.023291      | -2.429393     | 0.0207   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-1</sub> | -0.712657  | 0.218655      | -3.25927      | 0.0026   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-2</sub> | 0.698347   | 0.228749      | -3.052903     | 0.0045   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-3</sub> | -0.761688  | 0.188392      | -4.043099     | 0.0003   |
| $\Delta$ BUY <sub>t-4</sub> | 0.190742   | 0.216441      | 0.881267      | 0.3845   |
| $\Delta$ SSY                | 0.234388   | 0.051905      | 4.515727      | 0.0001   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-1</sub> | 0.103103   | 0.076404      | 1.349442      | 0.1864   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-2</sub> | 0,097790   | 0.065308      | 1.497378      | 0.1438   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-3</sub> | 0.149894   | 0.069772      | 2.148334      | 0.0391   |
| $\Delta$ SSY <sub>t-4</sub> | -0.070114  | 0.064771      | -1.082486     | 0.2869   |
| $\Delta$ İŞG                | -0.058104  | 0.106566      | -0.545239     | 0.5893   |
| $\Delta$ DA                 | -0.13732   | 0.056561      | -0.427823     | 0.0208   |
| $\Delta$ DA <sub>t-1</sub>  | -0.016382  | 0.085494      | -0.191613     | 0.8492   |
| $\Delta$ DA <sub>t-2</sub>  | 0.004601   | 0.081479      | 0.056472      | 0.9553   |
| $\Delta$ DA <sub>t-3</sub>  | -0.051912  | 0.070136      | -0.74016      | 0.4644   |
| $\Delta$ DA <sub>t-4</sub>  | 0.058818   | 0.063799      | 0.921932      | 0.3633   |
| $\Delta$ DYY                | 0,000057   | 0.000524      | 0.109873      | 0.9132   |
| $\Delta$ DYY <sub>t-1</sub> | -0.000816  | 0.00053       | -1.539319     | 0.1333   |
| HDTM <sub>t-1</sub>         | -1.039593  | 0.265043      | -3.922348     | 0.0004   |

$R^2 = 0.997125$  D-W İstatistiği =1.675148 F İstatistiği =602,4202

Modeldeki diğer test sonuçları aşağıdaki gibidir:

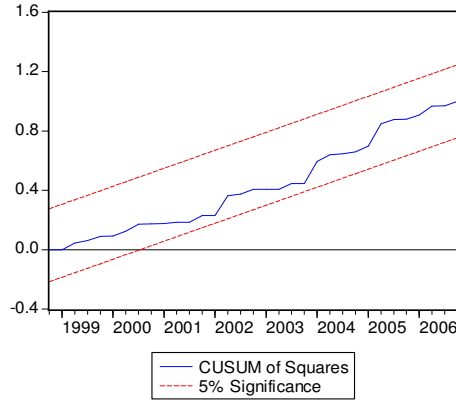
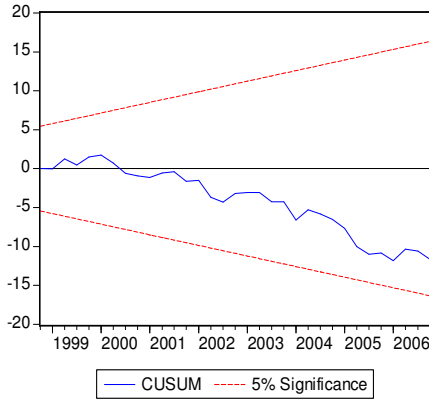
$$X^2_{BGAB} (2) = 3.74 (0.15)$$

$$X^2_{JBN} (2) = 0.098 (0.95)$$

$$X^2_{WDV} = 42.11 (0.259)$$

$$X^2_{RRMKH} (2) = 4.07 (0.13)$$

$X^2_{BGAB}$ , Breusch- Godfrey ardışık bağımlılık testini,  $X^2_{JBN}$ , Jargue-Bera normallik testini,  $X^2_{WDV}$ , White değişken varyans sınaması istatistiği,  $X^2_{RRMKH}$  Ramsey regresyonda model kurma hatasını göstermektedir.



### 3.5. Genel Değerlendirme

Yabancı sermaye yatırımları, başta ekonomik büyüme olmak üzere, dış ticaret üzerine, faiz oranlarına, döviz kuruna, tüketim harcamalarına, kamu açıklarına ve bankacılık sektörüne etkilerinden dolayı ekonomi literatüründe çok fazla tartışılan konuların başında gelmektedir. Geline nokta bu tartışmalar henüz bitmiş değildir. Bundan sonraki dönemlerde de yoğun bir biçimde tartışılacağı benzetilmektedir. Özellikle yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeye olan etkisi, tartışmaların merkezinde yer almaktadır. Politika yapıcıları, iş çevreleri uluslar arası mali kuruluş temsilcileri ve akademik çevrelerin bir kısmı söz konusu yatırımların ekonomik büyümeye pozitif katkı yapacağını savunurken, diğerleri bu akımların negatif etkilerinden bahseder. Bir kısmı da yabancı sermaye akımlarının büyümeye olan olumlu etkileri doğrudan kendisinin değil, münhasıran yöneldiği piyasaların bu akımları içselleştirme kabiliyetine bağlamaktadır.

Literatürdeki çalışmaları dikkate alarak, farklı sermaye türlerinin büyüme üzerindeki etkilerinin farklı olacağı düşüncesinden hareketle, araştırmada yabancı sermaye yatırımların büyüme üzerindeki etkileri bütün olarak değil, doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy

yatırımları ve diğer yabancı yatırımları şeklinde ayırma gidilerek, her bir yatırım türünün büyümeyi hangi yönde etkileyeceğinin tespit edilmesi bakımından, üç ayrı model tahmin edilmiştir.

Çalışma sonuçlarına göre doğrudan yabancı yatırımlar, yabancı portföy yatırımları ve diğer yabancı sermaye yatırımları modelinde sabit sermaye yatırımlarındaki artış ekonomik büyümeyi artırmaktadır. Her üç modelde de işgücündeki artış, en fazla diğer yabancı yatırımlarda olmak üzere ekonomik büyümeyi azaltmaktadır. Dışa açıklıkta artış ise ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir.

Araştırma sonuçlarına göre, doğrudan yabancı yatırımlar, ekonomik büyümeyi kısa dönemde olumlu etkilerken, uzun dönemde çok büyük olmasa da büyümeyi artırmaktadır. Analiz sonuçlarına göre yabancı sermaye kalemleri içerisinde gerek kısa dönemde, gerekse uzun dönemde büyümeyi en fazla etkileyen doğrudan yabancı yatırımlardır.

Yabancı portföy yatırımları, hem kısa dönemde hem de uzun dönemde ekonomik büyümeyi olumlu etkilemekle birlikte, bu etki oldukça zayıf çıkmıştır. Yabancı portföy yatırımlarının hem kısa dönemde hem de uzun dönemde büyümeye etkisi doğrudan yabancı yatırımlara nazaran çok düşük çıkmıştır.

Diğer yabancı yatırımlar, ekonomik büyümeyi kısa dönemde olumlu etkilemekle birlikte, uzun dönemde çok önemli olmasa bile ekonomik büyümeyi azaltmıştır. Diğer yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki negatif etkisi, Mosley, McLean ve Shrestha<sup>358</sup> tarafından yapılan çalışmalar ile de paralellik arz etmektedir.

Türkiye verilerini kullanarak yapılan analiz sonuçlarına göre, ele alınan 1992:01–2006:04 döneminde yabancı sermaye yatırımlarının İnel ve Sungur'un da belirttiği gibi, Türkiye'de büyümeyi olumlu ve kalıcı olarak etkilediğini söyleyebilmek mümkün değildir.

Türkiye'de yabancı sermaye verilerini kullanarak yaptığımız çalışmada ortaya çıkan en önemli bulgu, gerek doğrudan yabancı yatırımlar, gerek yabancı portföy yatırımları ve diğer yabancı sermaye yatırımları kısa dönemde büyümeyi artırırken, uzun dönemde ekonomik büyümeye sanıldığı kadar pozitif etki etmediğini, uzun dönemde ekonomik büyüme ile yabancı sermaye akımları arasındaki zayıf bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır.

Yabancı sermaye yatırımlarının büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmaların çoğunda çalışmamıza benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Daha önce yapılan çalışmalar

<sup>358</sup> Paul Mosley, Aid, Savings and Growth, Revisited, Bulltein of Oxford İnstitute of Economics and Statistics, 1980, No:2, Vol, 42 ve McLean B ve Shrestha, S,International Financial Liberalization and Ekonomik Growth, Research Discussion Paper, 2002, s.1-27, <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2002-03.pdf> (E.T:20.03.2008)

doğrultusunda,<sup>359</sup> araştırma sonuçlarını bir bütün olarak değerlendirdiğimizde, modelin açıklama gücünün yüksek olduğu görülmektedir. Şöyle ki, istatistiki sonuçların ekonomik açıdan da anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır. Söz konusu çalışmaların çoğu, çalışmamıza benzer bir biçimde yabancı sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği şeklindedir. Ancak bu etki yabancı sermayenin bileşimine göre farklı, çok yönlü ve zayıftır.<sup>360</sup>

Türkiye’de sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin zayıf çıktığı bu çalışmada, ekonomik büyümenin başka dinamiklerden (sabit sermaye yatırımları, beşeri sermaye, dışa açıklık, teknoloji ve verimlilik düzeyi) etkilendiği söylenebilir. Böyle olmasına rağmen dış finansman temininde borçlanma yerine daha fazla yabancı sermaye çekebilme gerekliliği vardır. Bunun için de daha çok mali bütünleşme ile birlikte, uygun ekonomik, yasal ve siyasi ortamın oluşturulması zorunludur. Her ne kadar doğrudan yabancı yatırımlar ile ev sahibi ülke arasında organik bir bağ oluşmuşsa da yukarıda saydığımız altyapı unsurlarının yokluğu, portföy ve diğer yabancı sermaye yatırımlarının geri dönüşünü hızlandırmakta, doğrudan yabancı yatırımların da girişini yavaşlatmaktadır.

Yabancı sermayeden beklenen fayda, büyük ölçüde politik reformlara ve kurumsal düzenlemelere bağlıdır. Böyle olduğu takdirde Türkiye’ye daha istikrarlı ve uzun vadeli yabancı sermayenin çekilmesi mümkün olacaktır.

Türkiye’de özellikle son dönemlerde önemli bir ekonomik etkiye sahip olmasına rağmen üzerinde fazla durulmayan yabancı sermaye türü diğer yabancı yatırımlardır. Özellikle, bankaların ve özel sektörün yurt dışından temin ettikleri krediler ekonomik bozulma dönemlerinde krizleri başlatan unsur olmasına rağmen, bu etkiyi azaltacak gerekli düzenleme yapmanın zorluğu nedeniyle potansiyel bir risk olarak değerlendirilebilir.

Çalışmamızda daha önce yapılan çalışmalardan farklı olarak yabancı sermaye hareketlerini oluşturan sermaye akımlarının büyüme üzerindeki etkilerinin ayrı ayrı incelenmesi her bir yabancı sermaye türünün büyüme üzerindeki etkisinin bulunmasına neden olmuştur. Örneğin, araştırmamız sonucunda doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde olumlu etki yaptığı görülmüştür. Ancak diğer yabancı yatırımlar kısa dönemde büyümeyi olumlu, uzun dönemde olumsuz etkilediği görülmüştür. Yabancı sermaye akımlarının etkileri bütün olarak incelendiğinde, bir yatırımın olumlu etkisi diğer yatırımın olumsuz etkisinden düşülerek net bir sonuca ulaşılmaktadır. Oysa araştırma sonucunda her bir sermaye türünün büyüme üzerindeki etkisi net bir biçimde ortaya konulmuştur.

<sup>359</sup> Papanek (1973), Dowling ve Hiemenz (1983), Fisher (1999), McLean ve Shrestha (2002), Waheed, (2004)

<sup>360</sup> Farklı Yabancı sermaye akımlarının büyüme üzerindeki etkilerinin farklı olduğu konusunda yapılan ilk çalışma, Gustav Papanek tarafından 1973 yılında yapılan Aid, Foreign Private Investment, Savings and Growth in Less Developed Countries adlı çalışmadır.

## SONUÇ

Finansal liberalleşme sonucu gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar, daha yüksek getiri beklentisi ile gelişmekte olan ülke piyasalarına fonlarını yatırmakta, gelişmekte olan ülkeler de ekonomik büyüme ve kalkınma için ihtiyacı olan fona bu yolla ulaşmaktadırlar. İlk bakışta basit ve tutarlı görülen bu beklenti, sonuçlarına bakıldığında farklı tartışmaları da beraberinde getirmektedir.

Finansal liberalleşmeyi savunanlara göre; yurt dışı sermaye akımları ülkede yatırıma giden fonları artırıp, iç piyasada rekabeti yükseltir, piyasalara dinamizm kazandırır ve nihayetinde ekonomik kalkınmayı teşvik eder. Ayrıca sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaların kaldırılması, tasarrufları daha fazla getiri sağlayan piyasalara yönlendirerek, yurtiçi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkeler yüksek faiz karşılığında tasarrufları çekeceklerdir. Bu amacın gerçekleşmesine katkı sağlamak için özellikle gelişmekte olan ülkeler finansal sistemlerini libere etmektedirler. Ancak serbestleşme mali piyasalar arasındaki bütünleşmeye pozitif katkı yaparken, ülkeleri bağımsız para, döviz kuru ve faiz politikaları izleyebilme enstrümanlarından yoksun bırakmaktadır. Bu durum ülkelerin kendine özgü büyüme ve kalkınma hedeflerini gerçekleştirmeyi zora sokmaktadır.

Farklı ülkelerin deneyimleri incelendiğinde ekonomide makro ekonomik dengeler sağlanmadan liberalizasyona gidilmesi ekonomileri krizlerle karşı karşıya bırakmaktadır.

Öte yandan liberalizasyon sonucu ülkeye giren yabancı sermaye kalkınmanın finansmanına katkı yaparken, kredi hacmini artırmakta, tüketim patlamasına yol açmakta, ulusal bankaların yurt dışı piyasalardan döviz cinsinden borçlarını artırmakta ve bankaları kur riskine maruz bırakmaktadır.

Yabancı sermayeye ilişkin yapılan ampirik çalışmaların sonuçlarına bakıldığında, finansal liberalizasyonun ülkeler arasında yaygın uygulama alanı bulduğu, ekonomik koşulları farklı ülkelerde farklı sonuçlarla karşılaştığı, iddia edildiği gibi her zaman tasarrufları artırmadığı, liberalizasyon sonucu ülkeye gelen sermaye akımlarının reel sektörü fonlama yerine finansal-mali kesime kaynak oluşturduğu, finansal derinliğin ve finansal entegrasyonun oluşumuna katkı sağladığı ve son olarak finansal krizleri üretebilecek bir bünyeye sahip olduğu ortaya çıkmaktadır.

Türkiye'nin mali piyasalarını liberalize edip uluslar arası finansal sistem içinde yer alması, birçok ülkeye göre oldukça erken sayılabilecek bir tarihe rastlamasına rağmen,

ekonomide altyapı sorunlarını çözememiş ve yapısal reformları gerçekleştirememiş olması nedeniyle liberalizasyon süreci içerisinde arzu edilen noktaya gelinememiştir.

Türkiye’de mali serbestleşme ilk olarak Temmuz 1980 yılında mevduat ve kredi faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla başlamıştır. Uluslar arası finans literatüründe bunun anlamı iç finansal liberalleşmedir. Dışa açık büyüme modelini benimseyen bir ülke olarak iç finansal liberalleşmenin sağlanması ile dış dünya ile eklemlenme kaçınılmaz görülmüştür. Serbestleştirmede son düzenleme ise 1989 yılında çıkarılan 32 sayılı karardır. Bu kararlar Türkiye’de sermaye hareketlerine kısıtlama getiren uygulamalara son verilerek, finansal liberalleşme adına döneminin en liberal düzenlemeleri yapılmıştır. Bu kararlar dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye’de şirket kurmak, mevcut ve kurulacak şirketlere iştirak etmek ve şube açmak suretiyle yatırım yapmaları ve her türlü mal ve hizmet üretimine yönelik faaliyetlerde bulunmalarının yolu açılmıştır. Yine dışarıda yerleşik kişilerin, her türlü menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçlarını, sermaye piyasası mevzuatına göre yetkili bulunan bankalar ve aracı kurumlar vasıtası ile satın almaları, satmaları, bu kıymetler ve araçlara ait gelirler ile bunların satış bedellerini bankalar aracılığıyla transfer ettirmeleri serbest sayılmaktadır.

Dış finansal liberalleşmenin etkileri 1990 yılından sonra görülmeye başlanmış, yurt dışından gelen dövizler, diğer gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde TL’yi değerli hale getirmiştir. Bu dönemde kamu açıklarının finansmanı için bankalar yabancı kaynak tedarik etmiş, tedarik ettikçe döviz pozisyon açığı yükselmiştir.

Türkiye, 1992 yılından itibaren aşırı değerlenmiş TL politikasından tedricen vazgeçerek, kısa vadeli fonların ülkeye girişinin devamı için bu kez faiz oranlarını yükseltmiştir. Reel faiz oranlarının yüksek tutulması ülkeye yönelik kısa vadeli yabancı sermayenin girişini teşvik ederken, yurt dışından borçlanma imkânı bulunmayan özel sektör üzerinde dışlama etkisi oluşturmuş, bazı özel sektör yatırımları olumsuz yönde etkilenmiştir. Bu durum, Türkiye’de döviz kuru-faiz oranı makasının oluşmasına neden olmuştur. Kimi yazarlara göre bu durum, sonradan yaşanacak olan ekonomik krizlere uygun zemin hazırlamaktaydı.

Sermaye hareketlerinin enflasyon, büyüme, dış ticaret, döviz kuru, kredi hacmi, firmalar ve bankacılık kesimine olan etkileri dikkate alındığında denetleyici ve düzenleyici önlemlerin alınmadığı ekonomilerde istikrarsızlığa yol açabilmektedir.



Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının etkileri incelenirken dışarıdan gelen sermayenin türüne dikkat çekilmektedir. Eğer yabancı sermaye doğrudan yabancı sermaye olarak gelmiş ise gittiği ülkedeki makroekonomik koşullardan etkilendiği ve kararını ona göre verdiği, kısa süreli şoklardan etkilenmeyip faaliyetlerini sürdürdüğü görülmektedir. Ancak gelen sermaye kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı portföy yatırımı şeklinde ise arbitraj işlemleri temel motive edici unsur olmakta, ekonomide yaşanan en küçük kırılganlıkta bile kararını da alarak ülkeyi terk etmektedir. Dolayısıyla sıcak para denilen portföy yatırımları yüksek oynaklıklar sebebi ile sürdürülebilir bir büyüme için sağlıklı bir fon kaynağı olamamaktadır. Esas olan ülkelerin doğrudan yabancı sermaye çekebilme kabiliyetleridir.

Birçok ülke örneğinde görüldüğü gibi, sermaye akımlarının hızlandığı ülkelerde kısa vadeli faiz oranları yükselme eğilimine girmektedir. Yüksek faiz ülkeye gelen döviz arzını artırmakta, dolayısıyla yüksek getiri peşinde koşan kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeye çekilmesi sağlanmaktadır. Özellikle sermaye akımlarını uluslararası rekabete açan ülkelerde finansal krizlere daha çok rastlanmaktadır.

1994 yılı başlarında kamu açıklarının yüksek oranda seyretmesine rağmen faiz oranlarının düşük tutulması devlet iç borçlanma senetlerine olan talebin düşmesine neden olmuş, piyasadaki artan likidite dövize yönelerek döviz kurunun yukarı doğru çıkması yönünde baskı yapmıştır.

2000 yılında ise uygulamaya konulan ekonomik istikrar programı, sabit kur rejimi çerçevesinde Türkiye ekonomisinin sorunlarına kalıcı bir çözüm getirilerek istikrarlı ve sürdürülebilir bir büyüme sağlamayı ve enflasyonu tek haneli rakamlara indirmeyi hedeflemekteydi. Program pek çok konuda başarılı sonuçlar elde etmesine rağmen, yurtiçi tasarrufların artırılamaması, enflasyonun istenilen seviyeye indirilememesi ve bankacılık kesiminde yaşanan sorunlar nedeni ile başarıya ulaşamamıştır. 1994 krizinden yaklaşık yedi yıl sonra ortaya çıkan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin önceki krizden farkı, bu krizlerin döviz kuruna dayalı bir istikrar programı uygulanırken ortaya çıkmış olmasıdır.

Türkiye'ye yönelik sermaye hareketliliği 1980 sonrasında giderek yükselen bir artış göstermiştir. Özellikle 1989 yılından sonra sermaye hareketlerine yönelik kısıtlamalar kaldırılmış, liberal bir kambiyo rejimi uygulanmaya başlanmıştır. Sermaye girişleri ekonominin içsel dinamiklerinin neden olduğu sorunları kısmen çözmüş olsa bile uzun vadeli sürdürülebilir bir büyüme sağlayamamıştır.

Türkiye’de yabancı sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelendiğinde, yıllar itibariyle gerek yabancı yatırımlarda, gerekse büyüme oranlarında düzenli bir artış görülmemektedir. Daha önce yapılan tespitlere paralel olarak, kriz yıllarında düşme, diğer yıllarda artış görülmektedir.

Yabancı sermaye verilerine bakıldığında ele alınan dönemin başlangıcı olan 1992 yılından başlamak üzere dalgalı bir seyir izlemektedir. Kriz yıllarında çıkış, diğer yıllarda sermaye girişi söz konusudur. 2001 yılından sonra toplam yabancı sermaye akımlarında yükselme trendinin devam ettiği görülmektedir. 1992–2006 döneminde GSYİH değerlerine bakıldığında yabancı sermaye çıkışlarının yaşandığı yıllarda GSYİH’da azalma görülmektedir.

Yabancı sermaye ve büyüme verilerini kullanarak yaptığımız analiz ve mukayese çerçevesinde yabancı sermaye girişi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki ile ilgili daha özel bulgulara ulaşmak mümkün olmamakla birlikte, 2002 yılından itibaren hem yabancı yatırımlarda hem de büyümede artış yaşandığı söylenebilir. Ancak 2002 yılından itibaren Türkiye’ye gelen yabancı sermaye tutarında önemli ölçüde artış görülmesine rağmen, büyüme rakamlarına bu artışın yansımadağı görülmektedir. Çünkü izleyen yıllarda Türkiye’ye gelen yabancı sermaye yatırımlarında önemli sayılabilecek artış görülmesine rağmen, büyüme oranında düşme görülmektedir.

Türkiye’de sermaye hareketleri ile ilgili diğer bir kavram da cari açıktır. Cari Açığın sürdürülebilmesinde ve risk olarak algılanmasında sağlanan finansmanın kalitesi çok önemlidir. Cari açığın uzun vadeli sermaye ve doğrudan yabancı yatırımlarla finanse edilmesi cari açık riskini azaltıcı etki yapmaktadır.<sup>361</sup> Dolayısıyla cari açık veren ülkelerdeki dalgalanmaların şiddeti ile cari açığın finansmanı arasında önemli bir bağın olduğu söylenebilir. Cari açığın doğrudan yatırımlarla finanse edilmesi ile, portföy yatırımları ile finanse edilmesinin etkileri farklı olmaktadır.

Özetle, AB ile üyelik müzakerelerine başlanması ile birlikte, 2002 yılından itibaren büyüme artışındaki süreklilik ve enflasyondaki düşüşün etkisiyle kısa vadeli sermaye hareketleri başta olmak üzere Türkiye’ye yönelik sermaye hareketlerinin son yıllarda artarak devam ettiği görülmüştür. Sermaye girişlerindeki artışla birlikte, büyüme rakamlarının pozitif düzeyde seyrettiği doğrudur. Ancak bulgularımıza dayanarak, “daha çok yabancı sermaye

<sup>361</sup> TC Merkez Bankası Ekonomik Görünüm, Eylül 2006, s.15.

daha yüksek büyüme hızına neden olur” şeklinde bir yargıya ulaşmanın mümkün olmadığı görülmektedir.

Analiz sonuçlarına göre ele alınan 1992:01–2006:04 döneminde yabancı sermaye yatırımlarının İnsel ve Sungur’un da belirttiği gibi, Türkiye’de büyümeyi olumlu ve kalıcı olarak etkilediğini söyleyebilmek mümkün değildir. Yabancı sermaye yatırımları, yurtdışında özel sektöre verilen kredi hacmini artırarak reel toplam sabit sermaye yatırımlarında artışa neden olurken, üç yatırım türü de (doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar) dışa açılmayı artırmakta, en fazla portföy yatırımlarının etkisi olmak üzere işgücünde azalmaya yol açmaktadır.

Çalışmamızda ortaya çıkan en önemli bulgu, gerek doğrudan yabancı yatırımlar, gerek yabancı portföy yatırımları ve gerekse diğer yabancı yatırımların büyümeye sanıldığı kadar pozitif etki yapmadığını, uzun dönemde ekonomik büyüme ile yabancı sermaye akımları arasındaki zayıf bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır.

Türkiye’de yabancı sermaye hareketlerinin etkileri konusunda yapılan çalışmaların çoğu, bu akımların krizler üzerindeki etkilerini incelemektedir. Yabancı sermaye yatırımlarının büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmaların çoğunda ise sermaye hareketlerinin etkileri ağırlıklı olarak doğrudan yatırımlar üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bir kısım çalışmalar ise yabancı sermaye hareketlerinin vadelerine göre (kısa-uzun) büyüme üzerindeki etkileri incelenmektedir. Çalışmamızda ise daha önce yapılan çalışmalardan farklı olarak yabancı sermayeyi oluşturan alt kalemlerin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri incelenmiştir. Yabancı sermaye hareketlerini oluşturan sermaye akımlarının büyüme üzerindeki etkilerinin ayrı ayrı incelenmesi her bir yabancı sermaye türünün büyüme üzerindeki etkisinin bulunmasına neden olmuştur. Yabancı sermayenin etkisini bütün olarak incelediğimizde farklı sermaye türleri arasında ayırım yapmamış olduk ki, bu durum bizi çalışma sonucunda elde ettiğimiz bulgulardan daha farklı sonuçlara götürebilirdi. Örneğin, araştırmamız sonucunda doğrudan yabancı yatırımların büyüme üzerinde kısa ve uzun dönemde olumlu etki yaptığı görülmüştür. Ancak yine araştırma sonucunda diğer yabancı yatırımlar kısa dönemde büyümeyi olumlu, uzun dönemde olumsuz etkilediği görülmüştür. Eğer yabancı sermaye akımlarının etkileri bütün olarak incelenseydi, doğrudan yabancı yatırımların olumlu etkisi diğer yabancı yatırımların olumsuz etkisinden mahsup edilmiş olacaktı. Bu durumda yabancı sermaye akımları içerisinde fark gözetmeksizin, net etkiden bahsedilmiş olacaktı. Oysa araştırma sonucunda her bir sermaye türünün büyüme üzerindeki

etkisi net bir biçimde ortaya konulmuştur. Bu bağlamda çalışmanın konuyla ilgili tartışmalara önemli katkı yapacağı düşünülmektedir.

Özetle, Türkiye’de yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi yabancı sermayenin türüne göre, ülkenin kendi koşullarına da bağlı olarak farklı, çok yönlü ve zayıf çıkmıştır.

## KAYNAKLAR

- ACAR Yalçın, İktisadi büyüme ve Büyüme Modelleri, Vipaş Yayınları, Genişletilmiş 4.Baskı, Bursa,
- AKDİŞ Muhammed, “Cari Açık Krizin Habercisi mi?”, [http://ekonomi.blogcu.com/296694/\(ET: 23.12.2007\)](http://ekonomi.blogcu.com/296694/(ET: 23.12.2007))
- ....., Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye, Beta Yayınları, İstanbul, 2000, s.96.
- ALKİN Emre, Türkiye’de Finansal Değişim ve Adaptasyon, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl, 7, Sayı, 41, Ankara, 2001, s.689.
- ALP Ali, Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye, IMKB Yayınları, Aralık, 2002, İstanbul, s.87
- ALPER Emre, ÖNİŞ Ziya, Finansal Küreselleşme Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler, Doğu-Batı Dergisi, 2001-2002, s.25.
- ALTUN Oğuz, Oya Can Mutan, Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkileri, SPK Araştırma Raporu, 2007, s.16.
- ARICAN Erişah, Gelişmekte olan Ülkelerde İstikrar Politikaları:Türkiye, Derin Yayınları, İstanbul, 2002, s.109.
- ARIKAN Zeynep, YURTSEVER Hatice, “Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesine İlişkin Bir Öneri”, Vergi Sorunları Dergisi, Sayı, 189, 2004, s.131-132
- ARIKBOĞA Aysel, Tobin Vergisi Önerisi, [http://www.Istanbul.edu.tr/iktisat/Maliye/bulten7/tobinvergesi.html.\(E.T:06.10.2006\)](http://www.Istanbul.edu.tr/iktisat/Maliye/bulten7/tobinvergesi.html.(E.T:06.10.2006))
- ASLAN Nurdan, Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri, Türkmen Kitabevi, 2.Baskı, 1997, s.11
- AYDOĞUŞ İsmail, “Global Büyüme ve Kriz”, Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi Cilt 2, Sayı 1, 2000, s.29
- EİCHENGREEN B. ve CHOUDHRY O., Prepared for the Turkish Central Bank /Center for European Integration Studies Conference on Macroeconomic Policies,for EU Accession, Ankara, 6-7 May, 2005
- BALKAN E, BİÇER F.G. ve YELDAN E, Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy,International Development Economics Associates session at METU International Conference on Economics, Ankara, 2002, s.3

- Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma, Programı, BDDK,15 Mayıs, 2001, s.2
- BAŞKAYA Fikret, Kalkınma İktisadının Yükselişi ve Düşüşü, Maki Basın Yayın, 5.Baskı, Ankara, s.134
- BDDK Finansal İstikrar Raporu, 2005, s.32
- BEKAERT G., HARVEY C., Capital Flows and the Behaviour of Emirging Market Equity Returns, NBER Working Paper Series, 1998, No: 6669
- BERKSOY Taner ve SALTOĞLU Burak, Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, İTO Yayınları, İstanbul, 1998, s.13.
- BERKSOY Taner, Neden Sermaye Giriyor, Radikal, 04.11.2006
- BHAGWATİ J, The capital myth; The Difference Between Trade in Widgets and Dollars, Foreign Affairs, (77), 1998, s.7-12
- BORATAV Korkut, Yeni Dünya Düzeni Nereye, İmge Yayınları, Ankara s.249-250,
- CALVO G., LEİDERMAN L., REİNHART C.M.,”The Capital, Inflows, Problem: Conseptcs and Issues”Contemporary Economics Policy, 1994, s.53-56.
- CALVO, G. Leiderman, L. Reinhart, C. (1993). “Capital Inflows to Latin America: the Role of External Factors”, Staff Papers, March, International Monetary Fund.
- CAN İsmail, Ekonomik Krizlere Karşı Uygulanması Gereken Vergi Politikaları, s.3. [www.sgb.gov.tr/calismalar/yayinlar/md/md142/ekonomikkrizlere.pdf](http://www.sgb.gov.tr/calismalar/yayinlar/md/md142/ekonomikkrizlere.pdf) (E.T:15.10.2007)
- CELASUN Merih, 2001 Krizi Öncesi ve Sonrası, s.6 [www.econ.utah.edu/ehaber/erc2002/pdf/i053.pdf](http://www.econ.utah.edu/ehaber/erc2002/pdf/i053.pdf). (E.T:10.09.2006)
- CHANG R, VALESCO A, Financial Crises in Emerging Markets, A Canonical Model, NBER Working Paper, 1998, s.1-50
- CİHAN Ömer, Gelişmekte Olan Ükelere ve Türkiye’ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, 2005, s.43
- CORBO V., HERNANDEZ N., Macroeconomic Adjustment To Capital İnflows:Lessons From Recen Latin American and East Asien Experience, The Workd Bank Research Observer,No:1, Vol:11, February, 1996, s.65-85
- CORSETTİ G, PESENTİ P, Roubini N, What Caused the East Asien Crisis, Japan and the World Economy, No:11, s-305-373
- COŞKUN M. Necat, Gazi Üniversitesi, İİBF Dergisi, Cilt 3, Sayı 2, 2001, Ankara, s.42

- ÇOLAK Ö.Faruk, Hakan. ARDOR N. ve MENGÜ Tuncay, Finansal Kriz ve Bankalar, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl,7, Sayı,41, Ankara, 2001, s.702.
- ÇULHA Ali, A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows Into Turkey, TCMB, 2006
- DELİCE Güven, Uluslar arası Sermaye Hareketlerine Tarihsel Bir Bakış, Banka, Maliye ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl:39, Sayı, 9, 2000, s.9
- DELİVELİ Emre ve AFYONOĞLU Burcu, Kur Gerçekten Değerli mi?, www.tepav.org.tr.(E.T:12.09.2006)
- DOVLİNG, Jr. MALCOLM John, ve HIEMENZ Ulrich, “Aid, Savings and Geowht in the Asian Region”, The Developing Economies, Vol 21, No:1, 1983, ss.3-13
- DTM, Dış Ticaretin Görünümü, 2005, s.9
- DURHAM J. Benson, Foreign Portfolio Investment, Foreign Bank Lending and Economic Growth, International Finance Discussion Papers,No: 750, February, 2003, ss.1-35
- DURUSOY Serap, FinansalLiberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri, DTM Dergisi, <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>.(E.T:20.10.2005)
- EATWELL, J. International Financial Liberalization,:The İmpact on World Development, UNDP Office of Development Studies, Discussion Paper No:12
- EĞİLMEZ Mahfi, Radikal, Cari Açık Kapanmaz, 21.02.2006
- ....., Tasarruf Eğilimi, Radikal, 22.08.2006
- EİCHENGREEN Barry, Predicting,Preventig and Managing International Financial Crises, 1998, s.1-2,(<http://financialservices.house.gov/banking/91498eic.htm>,E.T:20.12.2005)
- ....., Sıcak Para İle Kalkınmak Mümkün mü?, Türkıştime, Ağustos,2006, Sayı, 52, s.34
- EMEK Uğur, Finansal Piyasalardaki Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri, Rekabet Dergisi, Türkiye Rekabet Kurumu Yayınları, Sayı, 3, Temmuz-Ağustos-Eylül, 2000, s.67
- ENÇ Ercan, Gazi Üniversitesi, İİBF Dergisi, Cilt 3, Sayı 2, 2001, Ankara, s.31
- ENGLE R.F. ve C.W.J. Granger, Cointegration and Error Corregtion: Representation, Estimation and Testing, Econometrica, 55(2), pp.251-276
- ERÇEL Gazi, Krizlerin Önlenmesinde ve Çözümlemesinde Özel Yabancı Yatırımların Rolü, Küresel Sermaye Piyasası Yönetimi Konferansı, Bretton Woods’u Yeniden Oluşturma Komitesi, Montreal, 23 Ekim 2000.

- ERDİNÇ Yaşar, Kriz Dinamikleri ve Yapıcı Yıkım, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl, 7, Sayı, 41, Ankara.2001, s.698.
- ERDOĞAN Niyazi, Türkiye’de Ekonomik Kriz ve Bankacılık Sistemi, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl, 7, Sayı, 41, Ankara, 2001, s.642.
- ERDÖNMEZ Pelin Ataman, BURÇAK Tülay, İsveç Bankacılık Krizi ve Bankacılık Sisteminin Yeniden Yapılandırılması, Türkiye Bankalar Birliği, Şubat 2001, s.4-5.
- ERSEL Hasan, Cari Açık İçin Kısa Dönemde Yapılacak Bir Şey Yok, <http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?type=article&cid=326>.(E.T:22.09.2006)  
....., Tasarruf Yatırım ve Cari Açık, Referans, 09.10.2006
- ERTÜRK Korkut, “Parasal Kriz Teorileri Üzerine Notlar, İktisadi Kalkınma Kriz Ve İstikrar”, Köse, Yeldan ve Şenses, 2002, s.225
- FİŞHER Stanley, Comments on Dornbusch and Warner, Brookings Paper on Economic Activity, No:1, s.304-309  
....., On the Need for an International Lender of Last Resort, Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, 13(4), 1999, s.85-104
- FLOOD R, Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises, IMF Staff Papers, 1998, s.357
- FRY, J.Maxwell, “Models of Financially Repressed Developing Economies, World Development”, Vol.10, No:9, 1982, ss.731-750
- GENÇAY Mehmet, Dünyada Finansal Sektör Konsolidasyonu ve Türkiye Örneği, T.C Merkez Bankası Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, 2005, s.85
- GERARD Caprio, Klingebiel Daniela, Bank Insolvencies: Crosscountry Experience, Worldbank Working Papers, No:1620
- GOLDSTEİN Morris, ve PHİLLİP Turner, “Banking Crises in Emerging Economics, Origins and Policy Options”, BIS Economic Papers, No:46, s.17
- GÖKKAYA Murat, Sıcak Para Olgusunun Ülke Ekonomilerine Etkileri Açısından Tobin Vergisinin İncelenmesi, <http://www.geocities.com/vergilendirme/sicakpara.doc>.(E.T:10.10.2006)
- Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler, Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Gurubu, <http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/iktisatg.htm>(E.T:20.06.2006)
- GÜLOĞLU Bülent, A.Ender Altunoğlu, Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler, [www.econturk.org/Turkiye Ekonomisi/Finvekriz1.pdf](http://www.econturk.org/Turkiye_Ekonomisi/Finvekriz1.pdf).(E.T:22.08.2006)



- GÜNÇAVDI Ö, BELEANEY M, ve KAY Mc, The Response of Private Investment to Struktural Adjusment Case Study of Turkey, Journal International Development, 1999, Vol, 2, pp.221-239
- GÜVEN Samih, Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 185, Ağustos 2001, s.94
- HASLAK H. Joseph, KOO Jahyeong, Financial Repression, Financial Liberalization and Economic Growht, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper 1999.
- Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2006 Yılı Raporu
- HELLMAN Thomas F, MURDOCK Kevin C ve STİGLİTZ Joseph E, “Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation:Are Capital Requirements Enough?”, The American Economic Review, March,Vol 90, ss.147-165
- IŞIK Nihat, ALAGÖZ Mehmet, YILDIRIM Metin, 1990 Sonrası Türkiye’de Yaşanan Krizler, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, s.241
- İMER Evrim, Genel Kabul Gören Gözlemler Açısından Türkiye Ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama, TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi,Ankara, 2003, s.30.
- İNANDIM Şeyda, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi :Türkiye Örneği, TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Ankara, 2005, s.17
- İNSEL Aysu ve SUNGUR Nesrin, Sermaye Akımlarının Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri:Türkiye Örneği, Türkiye Ekonomik Kurumu Tartışma Metni, Aralık, 2003, s.2
- İPEKER Melih, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü, TCMB Yayınları, Ankara, 2002, s.37
- JOHANSEN S. ve JUSELİUS K., Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration, Oxford Bulltein of Economics and Statistics,No:52,1990,pp.169-210
- JOHANSEN S., Statistical Analysis of Cointegration Vectors , Journal of Economic Dynamics and Control, Vol:12, 1988, pp.231-254
- KAMİNSKY Gale ve REINHART Carl, Banking and Balance of Payments Crises:Models and Evidence , Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve, 1996, ss.2-20
- KAPLAN Cafer, Bankacılık Kesiminin Yabancı Para Pozisyon Açığı:Türkiye Örneği, TCMB Yayınları, 2002, s.6.

- KAR Muhsin, KARA M.Akif, KAPLAN Muhittin, Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Makro Etkileri, [http://www.ksu.edu.tr/data/bilgi/dosyasbe-ornekd/oç.\(E.T:10.09.2006\)](http://www.ksu.edu.tr/data/bilgi/dosyasbe-ornekd/oç.(E.T:10.09.2006))
- KARABULUT Gökhan Karabulut, Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizin Nedenleri, Der Yayınları, İstanbul, 2002, s.3.
- KARLUK Rıdvan, Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı, Ekonomik İstikrar Büyüme ve Yabancı Sermaye TCMB Yayınları, 2001, s.100
- KAZGAN Gülten, İktisadi Kriz ve Değişim Dinamikleri, İktisat Dergisi, Sayı, 351, 1994, s.15  
....., Türkiye Ekonomisinde Krizler, 1929-2001, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 1.Baskı, Eylül, 2005, s.3
- KEPENEK Yakup, YENTÜRK Nurhan, Türkiye Ekonomisi, Remzi Kitabevi, 18.Baskı, Eylül 2005 Ankara, s.217-218.
- KIR Yavuz, Ekonomik Kriz Ve Dolarizasyon, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl, 7, Sayı, 41, Ankara, 2001, s.712.
- KIZILOT Şükrü ve DURMUŞ Mustafa, Ekonomik Kriz ve Kamu Maliyesi, Kriz ve IMF Politikaları, İstanbul, 2002, s.133-135
- KIZILTAN Alaattin, Küreselleşme ve Dünya Ekonomisine Etkileri, Aktif Yayınları, İstanbul, 2004, s.110-111
- KİBRİTÇİOĞLU Aykut, Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl, 7, Sayı, 41, Ankara, 2001, s.175.
- KİBRİTÇİOĞLU Bengi, Parasal Krizler, Hazine Müsteşarlığı Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Ankara, 2000, s.5
- KRUEGER A.O, Debt Capital Flows and LDC Growth, The American Economic Review, 1987, Vol 77, pp.159-164
- KRUGMAN Paul, Currencies and Crises , The MIT Press, Massachusetts, 1997, s.75  
....., Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü, Çeviren Neşenur Domaniç, Literatür Yayınları, 3.Baskı İstanbul, s.22
- KUMCU Ercan, Serbest Sermaye Hareketleri İle Yaşamak Zorundayız, Radikal, 17.09.2006
- KUNT Demirgüç, DETRAGIACHE Aslı, Enrika, Financial Liberalization and Financial Fragility, Annual Bank Conference on Development Economics, 1998, World Bank, Washington D.C

- KURDAŞ Kemal, Bitmeyen Gaflet ve Türkiye Ekonomisinin Çöküşü, 1.Baskı, Ankara, 2003, s.269
- Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi, SPK Araştırma Raporu, 2007, s.13
- Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, TCMB, 2002, s.10
- Makrodak, Dışbank, Yayınları, Yıl.1, Sayı 2, s.11
- Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü, TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, Aralık, 1998.( [http:// www. tcmb. gov. tr/ research / discus/dpaper2.html](http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper2.html).E.T:10.09.2006)
- MASOOD Ahmed, GOUPTU Sudarshan, “Portfolio Investment Flows to Developing Countires”, Finance and Development, March, 1993, s.10-11.
- MCLEAN B ve SHRESTHA, S,International Financial Liberalization and Ekonomik Growth, Research Discussion Paper, 2002, s.1-27, [http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2002-03. pdf](http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2002-03.pdf) (E.T:20.03.2008)
- MERİÇ Metin, Türkiye’de Kamu Kesiminin Krizler Üzerindeki Etkisi, Yeni Türkiye Dergisi, Yıl:7, Sayı:41, 2001, s.778.
- MİSKHİN Frederich S, The Economics of Money, Banking,and Financial Markets, 6.bsk.The Addison-Wesley.,Boston, 2001, s. 206
- MOSLEY Paul, Aid, Savings and Growth, Revisited , Bulltein of Oxford İnstitute of Economics and Statistics, 1980, No:2, Vol, 42
- NARAYAN P.K., SMYTH R., What Determinies Migration Flows From Lowincome to High-income Countries? An Emiprical Investigation of Fiji –US Migration 1972-2001, Contemporary Economic Policy, Vol.24, No:2, 2006, pp.332-342
- NORBERG Johan, Küresel Kapitalizmi Savunmak, Liberte Yayınları, İstanbul, 2003, s.286
- OECD Reviews of Regulatory Reform:Turkey –Crucial Support for Economic Recoveryi, Paris, 2001
- Ödemeler Dengesi Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması, [www. baskent. edu.tr/~ gurayk/intfinders2.ppt](http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/intfinders2.ppt)
- ÖZATAY Fatih, Cari İşlemler Dengesine İlişkin İki Yapısal Sorun ve Mikro Reform Gereği, Uluslar arası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları Dergisi, Yıl, 1, Sayı, 1.2006, s.38-50  
....., Uluslararası Ekonomi ve Dış Ticaret Politikaları, Yıl 1, Sayı 1, 2006, s.41

- ÖZEL Saruhan, Global Finansal Krizler, Deniz Kültür Yayınları, No:13, 2005, İstanbul , s.14-17.
- ÖZGÜVEN Ali, İktisadi Krizler, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1,Yıl, 7, Sayı, 41, Ankara.2001, s.57
- ÖZTÜRK İlhan, ACARAVCI Ali, Döviz Kurundaki Değişikliğin Türkiye İhracatına Etkisi, [www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/exchange.doc](http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/exchange.doc) (E.T.12.10.2007)
- PALMA, Gabriel "The three Routes to Financial Crises: The need for Capital Controls", CEPA Working Paper Series 3, no:18.adlı eser referans gösterilmektedir.
- PAPANEK Gustav, Aid, Foreign Private Investment, Savings and Growth in Less Developed Countries, Journal of Political Economy, Vol 81,No: 1, 1973, ss.12-130
- Para ve Sermaye Piyasasının Vergilendirilmesi, Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, s.18
- PARASIZ İlker, Enflasyon, Kriz, Ayarlamalar, 2.Baskı, Bursa, 2002, s.385
- PESARAN M., SHİN H. ve SMİTH Y., Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationship, Journal of Applied Econometrics, No: 16, pp, 289-326
- PESENTİ P ve TİLLE C, The Economics,of Currency Crises and Contagion:An Introduction, FRBNY Economic Policy Review, 2000, s.5
- RAMİREZ M., Foreign Direct Investment in Mexico: A Cointegration Analysis, Journal of Developent Studies, 2000, pp,145-146
- RAZİN A., SADKA E., C.W. Yuen, Excessive FDI Flows Under Asymmetric Information,Nber Working Papers Series, No:7400, October. 1999, s.1-34.
- RODRİK D, VALESCO A, Short Term Capital Flows, NBER, Working Paper Series, No:7364, Eylül 1999
- RODRİK D., Globalization, Social Conflict and Economic Geowht, October,1997,ss.1-21 <http://www.unctad.org/en/docs/prebisch8th.en.pdf> (ET: 23.12.2007)
- ....., The Developing Countires,Hazardous Obsession With Global Integration 2001'den Yentürk, Age, s.101
- RONALD McKinnon L, Money and Capital in Economic Development, Washington,D.C, Brookings Institution,
- RONALD McKinnon L, The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to Market Economy, 1993, London.
- SAK Güven, Cari İşlemler Açığından Kim Korkar? Ekonomi Etütleri, Tepav,[www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E](http://www.tepav.org.tr/tur/index.php?typ=event&cid=158&title=E) (ET.12.09.2006)

- ....., Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 185, Ağustos, 2001, s.94
- SARI Müslim, Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları, TCMB Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, s.9
- SARIÇİÇEK Hasan, Tobin Vergisi, [http:// www. Verginet .net /Standart Icerik.aspx? ID=5284\(E.T:12.09.2006\)](http://www.Verginet.net/Standart/Icerik.aspx?ID=5284(E.T:12.09.2006))
- SEYİDOĞLU Halil, Uluslararası Finans, İstanbul, 2001, s.1
- SEYİDOĞLU Halil, Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama,14.Baskı, İstanbul, 2001, s.479.
- ....., Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları Az gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri, Doğu Üniversitesi Dergisi, 2003, s.143.
- SÖNMEZ Sinan, Türk İktisat Politikalarındaki “Çıpa” Dış Borçlanma, İktisadi Kalkınma Kriz ve İstikrar, İletişim Yayınları, 2.Baskı, İstanbul, s.322.
- STİGLİTZ Joseph, "The Role of the Financial System in Development", Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean, San Salvador, 1998
- ŞENER Selçuk,Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Genel Bir,Değerlendirme, Yeni Türkiye Dergisi, Yıl:7, sayı:41, s.741.
- TC Merkez Bankası Ekonomik Görünüm, Eylül 2006, s.15.
- TCMB Bilançosu, Açıklamalar Rasyolar ve Para Politikaları Yansımaları, Ankara, Şubat, 2006, s.21
- TCMB Para Politikası Raporu, 2005-I, s.30
- TCMB Yıllık Rapor, 2005, s.103
- TCMB, Ekonomik Görünüm, Eylül 2006, s.15
- TCMB, Bilançosu, Açıklamalar Rasyolar ve Para Politikaları Yansımaları, Ankara, Şubat, 2006, s.21.
- TCMB, Ekonomik Görünüm, Eylül 2006, s.16
- TCMB, Enflasyon Raporu, 2006-IV, s.17
- TCMB, Politika Yansımaları, Age, s.19.
- TCMB,Yıllık Rapor, 2005, ss.7-10 (E.T:05.10.2006) 2002, s.51
- TOPRAK Metin, Küreselleşme ve Kriz, Türkiye ve Dünya Deneyimi, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2001, s.170

- TÖRÜNER Yaman, Sıcak Para Kazanı Yeniden Isıtılıyor , Akşam, 15.01.2002.
- TÜRKAN Erdal, Ekonomik Kriz ve Güven Faktörü, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Şubat, 2006, Agm, s.93
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosu, Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları, Şubat, 2006, s.18
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosu, s.18.
- Türkiye Ekonomisi Sektörel Analizi, Türkiye Ekonomi Kurumu, Ankara, 2001, s.346
- Türkiye Sermaye Piyasası 2005 Yılı Raporu, s.28
- Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, Para ve Sermaye Piyasalarının Vergilendirilmesi, 2005-Mayıs 2006, s.13
- Türkiye Sermaye Piyasası Raporu, TSPAKB, s.145
- Türkiye’de Finansal Sermaye Kontrollerine Yönelik Çözüm Önerileri, www.ispanyol.com/finansal\_sermaye\_kontrolleri/finansalsermayekontrolleri.asp(E.T:13.08.2006)
- Türkiye’ye Yönelik Portföy Yatırımları, <http://www.imkb.gov.tr/uyeler/portfoy.htm>, (E.T:20.10.2006)
- TÜSİAD, 2006 Yılına Girerken Türkiye Ekonomisi, s.93.
- UYAR Seçil, Bankacılık Krizleri, Ankara, 2003, s.31
- UZUNOĞLU S., ALKİN E. ve GÜRLESEL C.Fuat, Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye, IMKB Yayınları, No 6, İstanbul, 1995, s.46.
- VERGİL Hasan, Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırım Üzerinde Etkileri, s.2 <http://kosbed.kou.edu.tr/sayi3/vergil.pdf>.(E.T:19.06.2007)
- WAHEED Abdul, “Foreign Capital Inflows and Economic Growth of Developing Countries:A Critical Survey of Selected Empirical Studies”, Journal of Economic Cooperation, 2004, ss.1-35
- WILLIAMSON John - MAHAR Molly, Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme, Çeviren Güven Delice, Liberte Yayınları, İstanbul, 2002, s.6
- World Bank Lending Instruments,Resources for Development Impact, Temmuz 2001, s.3-28
- YAMAK Rahmi, KORKMAZ Abdurrahman, Türk Cari İşlemler Açığı Sürdürülebilir mi, Ekonometrik Bir Yaklaşım, Bankacılar Dergisi,2007, sayı 60, s.23
- YAY Gülsün Gürkan, Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, İTO Yayınları, No:47, s.22

- YELDAN Erinç, Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, İletişim Yayınları, İstanbul, 2004, s.129-130
- YELDAN Erinç, Küreselleşmenin Neresindeyiz. [http:// www.stradigma. com/ turkçe /kasim2000/print-06.html](http://www.stradigma.com/turkce/kasim2000/print-06.html).(E.T:15.02.2006)
- YELDAN Erinç, Türkiye Ekonomisinde Dış açık Sorunu ve Yapısal Nedenleri, [www.calismatoplum.org/sayi7/makale2.pdf](http://www.calismatoplum.org/sayi7/makale2.pdf).(E.T:22.06.2007)
- YENTÜRK Nurhan, Birikimin Kaynakları, İktisadi Kalkınma Kriz ve İstikrar, Köse Yeldan, Şenses, s.476.
- YENTÜRK Nurhan, Finansal Sermaye Akımlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkileri, Körlerin Yürüyüşü, Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler,Agm, s.159-161
- YENTÜRK Nurhan, Finansal Sermaye Girişi Gölgesinde İstikrar Uygulaması, s.84
- YENTÜRK Nurhan, ÜLENGİN Burç, Yurtiçine Sermaye Akışının Derneşik Harcama Kategorileri Üzerindeki Etkileri:Türkiye Örneği, s.226
- YILDIRIM Abdurrahman, Rekor Sıcak Paranın Soğuk Yüzü de Var, Sabah, 22.01.2007  
<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/strateji/I-2.htm>.(E.T:08.05.2005)  
[http://www.haber7.com/haber.php?haber\\_id=249750](http://www.haber7.com/haber.php?haber_id=249750)(ET:21.06.2007)
- Sıcak Para, [http:// tr.wikipedia. org/wiki/ S%C4% B1cak\\_para# Kaynak. C3.A7a.](http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak_para#Kaynak)  
(E.T:02.09.2006)
- Sıcak Para, [http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak\\_para](http://tr.wikipedia.org/wiki/S%C4%B1cak_para).(E.T:15.10.2006)
- TCMB, <http://evds.tcmb.gov.tr/>

## ÖZGEÇMİŞ

1965 yılında Aşkale/Erzurum'da doğdu. İlk, Orta ve Lise öğrenimini Erzurum'da tamamladı. 1984 yılında Atatürk Üniversitesi Erzincan MYO İşletme-Muhasebe Bölümünü bitirdi ve aynı yıl başladığı Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümünden 1988 yılında mezun oldu. 2001 yılında Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe-Finansman Bilim Dalında Yüksek Lisans eğitimini tamamladı ve aynı yıl Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Politikası Bilim Dalında Doktora eğitimine başladı. TAKIM, evli olup üç çocuk sahibidir, iyi derecede Almanca bilmektedir.