



**T.C.
MUSTAFA KEMAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI**

KÜRESEL BAZDA PORTFÖY YATIRIMLARI VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Mehmet Serhat İNAL**

**Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Yıldız SAĞLAM**

HATAY/2011

T.C.
MUSTAFA KEMAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

**KÜRESEL BAZDA PORTFÖY YATIRIMLARI VE TÜRKİYE
ÖRNEĞİ**

Mehmet Serhat İNAL

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Yıldız SAĞLAM**

HATAY/2011

ONAY SAYFASI

MEHMET SERHAT İNAL tarafından hazırlanan “**KÜRESEL BAZDA PORTFÖY YATIRIMLARI VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ**” adlı bu çalışma jüri tarafından lisansüstü öğretim yönetmeliğinin ilgili maddelerine göre değerlendirilip oybirliği / oyçokluğu ile **İKTİSAT ANA BİLİM DALINDA YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

...../...../2011

Jüri Üyeleri	İmza
Yrd. Doç. Dr. Yıldız SAĞLAM (Tez Danışmanı)	
Prof.. Dr. Ercan ENÇ (Başkan)	
Yrd. Doç. Dr. Metin REYHANOĞLU (Üye)	

Mehmet Serhat İnal Tarafından Hazırlanan “**Küresel Bazda Portföy Yatırımları ve Türkiye Örneği**” adlı tez çalışmasının yukarıda imzaları bulunana jüri üyelerince kabul edildiğini **onaylarım.**

Doç. Dr. Yakup BULUT
Enstitü Müdürü

ÖNSÖZ

Tüm dünyada 1970'lerin ortalarından itibaren, ülke içi serbestleşme düzenlemeleri ile başlayan, 1980'lerde yoğunlaşan liberalizasyon ve ülke dışı ticaret serbestleştirmeleri ile desteklenen açıklık politikaları ülkelerin ekonomilerini farklı açılardan etkilemektedir. Bu nedenle, küresel sermaye irdelenmiş olup, yabancı sermaye yatırımlarının çeşitleri incelenmiş, olumlu ve olumsuz yönleri karşılaştırılmıştır. Küresel sermayenin gelişmekte olan ülkelere etkisi incelenmiş yıkıcı etkilerinden koruma yollarına değinilmiştir. Türkiye'de doğrudan ve dolaylı sermaye hareketleri araştırılarak fayda ve zararları ortaya konmuştur. Ayrıca söz konusu bölümde 2008 Küresel krizine de kısaca değinilmiş genel bir değerlendirme yapılmıştır.

Bu amaçla hazırlamış olduğum çalışmam esnasında engin hoşgörüsünü ve yönlendirmelerini benden esirgemeyen değerli hocam Yrd. Doç. Yıldız SAĞLAM'a teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca, tez süresince desteklerini esirgemeyen tüm arkadaşlarıma sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Mehmet Serhat İNAL

KÜRESEL BAZDA PORTFÖY YATIRIMLARI VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Yüksek Lisans Tezi, Mehmet Serhat İNAL
İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans
Danışman: Yrd. Doç. Dr. Yıldız SAĞLAM

ÖZET

1970'lerin sonlarından itibaren finansal piyasalarda görülen küreselleşme hareketleri gelişmekte olan ülke ekonomileri açısından sermaye birikimi sağlaması ve uluslararası sermayenin en verimli biçimde kullanılması açısından umut vaad etmiştir. Ancak gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki gerekli hukuki ve finansal altyapı düzenlemeleri yapılmadan liberizasyona geçildiği için bu ekonomilerde krizlerin yaşanmasına sebep olmuştur.

Doğrudan yabancı yatırımlar ülkede uzun süreli kaldığı ve teknoloji transferi sağladığı için ekonomiye olumlu etkileri portföy yatırımlarına göre daha büyüktür. Portföy yatırımları ise ülkeye yüksek faizden yararlanmak üzere girer ve ev sahibi ülkede ya da küresel bazlı herhangi bir yerde görülen dalgalanmalar karşısında hızlıca ülkeyi terk eder. Bu bağlamda makro ekonomik istikrar sağlayamamış gelişmekte olan ülke ekonomileri açısından “sıcak para” olarak da adlandırılan bu portföy yatırımlarının ülke ekonomisine girerken değil fakat çıkarken olumsuz etkiler yaptığı görülmüştür.

ANAHTAR KELİMELER

Küresel Sermaye, Doğrudan Yabancı Yatırım, Portföy Yatırım, Sıcak Para

GLOBAL PORTFOLIO INVESTMENTS AND THE SAMPLE OF TURKEY

Master of Science Thesis, Mehmet Serhat İNAL

Economics Department, Master of Science

Supervisor: Ass. Prof. Dr. Yıldız SAĞLAM

ABSTRACT

Globalisation movements seen in financial markets after the end of 1970's

committed expectations to the developing economies in terms of accumulating capital and using the international capital in the most efficient way. However, it caused crisis in developing countries' economies because of experiencing liberalisation before fulfilling the legal and physical infrastructure arrangements.

The positive effects of direct foreign investments to the economies are higher than portfolio investments in terms of remaining in the country for a long period and providing technology transfer. Portfolio investments enter to a country to benefit from high interest and exits quickly because of fluctuations seen in the host country or anywhere else.

In this sense, portfolio investments, which are called "Hot Money" in the developing countries which could not be able to obtain macro economical stability, are observed to have negative effects to economies while they are exiting from country.

KEY WORDS

Global Capital, Foreign Direct Investment, Portfolio Investment, Hot Money

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
ÖZET.....	ii
ABSTRACT	iii
TABLolar DİZİNİ	vi
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	vii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	viii

GİRİŞ

Çalışmanın Amacı.....	1
Çalışmanın Önemi.....	2
Çalışmanın Yöntemi	2

BİRİNCİ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME VE KÜRESEL SERMAYE

1.1. Küreselleşme	3
1.2. Dünyada Küresel Sermayenin Gelişimi	4
1.3. Türkiye’de Küreselleşmenin Tarihsel Gelişimi	7
1.4. Uluslararası Sermaye Hareketleri Teorisi	7
1.5. Yabancı Sermayenin Tanımı.....	8
1.5.1. Doğrudan Yatırımlar	8
1.5.2. Portföy (Dolaylı Yatırımlar, Sıcak Para) Yatırımlar.....	9
1.5.3.Özel Sermaye Hareketleri	10
1.5.4.Resmi Sermaye Hareketleri.....	10
1.6. Yabancı Sermayenin Olumlu ve Olumsuz Yönleri.....	10
1.6.1. Yabancı Sermayenin Olumlu Yönleri.....	11
1.6.2. Yabancı Sermayenin Olumsuz Yönleri.....	12
1.7. Küresel Sermayenin Etkileri	13
1.7.1 Döviz Rezervlerine ve Enflasyona Etkisi	14
1.7.2. Tasarruflara ve Yatırımlara Etkisi.....	15
1.7.3. Cari İşlemler Üzerine Etkisi.....	15
1.7.4. Döviz Kurlarına Etkisi	15
1.8. Ülke Örnekleri.....	16
1.8.1. Brezilya	17
1.8.2. Şili	18
1.8.3. Macaristan	19
1.8.4. Malezya	21
1.9. Yıkıcı Etkilerden Korunma Yolları.....	22
1.9.1. Piyasa Temelli Önlemler.....	22
1.9.1.1. Rezerv Koşulu	23
1.9.1.2. Farklılaştırılmış Sermaye Kazançları Vergisi	23
1.9.1.3. Çıkış Vergileri	23
1.9.2. Miktar Temelli Önlemler	23
1.9.3. Düzenleyici Önlemler	23

1.9.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Yönelik Uluslararası Bir Önlem Olarak "Tobin Vergisi"	25
---	----

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ

2.1. Türkiye'de Finansal Serbertleşme.....	27
2.2. Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi	27
2.2.1.1980-1990 Dönemi	28
2.2.2. 1990'lı Yıllar	29
2.2.3. 1994 Nisan Krizi	30
2.2.4. 2000 Kasım Krizi	31
2.2.5. 2001 Şubat Krizi	32
2.3. Türkiye'de Doğrudan ve Dolaylı Yatırımlar.....	34
2.4. Portföy Hareketlerinin Kontrolü	43
2.5. Venture Yatırımlar (Risk Sermayesi).....	44
2.6. Türkiye'ye Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Çekilebilmesi.....	45
2.7. 2008 Küresel Kredi Krizine Genel Bir Bakış	47
2.8. Sermaye Çıkışları	48
2.9. Yerel ve Global Faktörlere İlişkin Literatür Bulguları	50
2.10. Türkiye'ye Yabancı Sermaye Girişini Etkileyen Yerel ve Global Faktörler	59

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DEKİ DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINA VE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARINA GLOBAL VE YEREL FAKTÖRLERİN ETKİSİ

3.1. Türkiye Uygulaması.....	63
3.1.1. Veri ve Yöntemler.....	64
3.1.2. Doğrudan Yabancı Yatırım ve Portföy Yatırımı Modellemeleri	67
3.1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırım İçin Global ve Yerel Model Tahminlemeleri	67
3.1.3. Portföy Yatırımları İçin Global Ve Yerel Model Tahminlemeleri	78

SONUÇ VE ÖNERİLER

Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi.....	90
Sonuç.....	92
KAYNAKÇA.....	97
EKLER.....	103

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo-1: Macaristan'a Gelen Doğrudan Yabancı Sermaye	20
Tablo 2: 2000/2001 Krizi Öncesinde ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri	34
Tablo 3- Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişi Bileşenleri – 2010 Aylık	37
Tablo 4- Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Sektörlere Göre Dağılımı	37
Tablo 5- Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Ülkelere Göre Dağılımı	38
Tablo 6 : Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişi Bileşenleri 2009 ve 2010.....	38
Tablo 7- Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Sayılarının İllere Göre Dağılımı.....	39
Tablo 8. 2009 ve 2010 Yılı Dış Ticaret Dengesi.....	41
Tablo 9. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Etkilendiği Faktörler	45
Tablo 10 : Yabancı Sermaye Açısından Türkiye' nin Avantaj ve Dezavantajları	46
Tablo 11. ADF Durağanlık Test Sonuçları.....	66
Tablo 12. PP Durağanlık Test Sonuçları	66
Tablo 13. In Değerleri Durağan Olmayan Seriler için Durağanlık Testleri	67
Tablo 14. Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Global Faktörler Arasındaki Basit Regresyon Sonuçları	68
Tablo 15. Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yerel Faktörler Arasındaki Basit Regresyon Sonuçları	68
Tablo 16. Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Global Faktörler Arasındaki Çoklu Regresyon Modeli.....	69
Tablo 17. Doğrudan Yabancı Yatırımlar - Global Modeli İçin Chow Kırılma (Breakpoint) Testi Sonuçları.....	70
Tablo 18. Doğrudan Yabancı Yatırımlar - Global Modeli İçin Chow Forecast Testi Sonuçları	70
Tablo 19: Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yerel Faktörler Arasındaki Çoklu Regresyon	73
Tablo 20. Doğrudan Yabancı Yatırımlar - Yerel (3. Model) Modeli İçin Chow Kırılma (Breakpoint) Testi Sonuçları	74
Tablo 21. Doğrudan Yabancı Yatırımlar-Yerel (3. Model) Modeli İçin Chow Forecast Testi Sonuçları.....	75
Tablo 22. Portföy Yatırımları ve Global Faktörler Arasındaki Basit Regresyon Sonuçları	79
Tablo 23. Portföy Yatırımları ve Yerel Faktörler Arasındaki Basit Regresyon Sonuçları	80
Tablo 24. Portföy Yatırımları ve Yerel Faktörler Arasındaki Çoklu Regresyon	81
Tablo 25. Portföy Yatırımları-Yerel (3. Model) Modeli İçin Chow Kırılma (Breakpoint) Testi Sonuçları.....	83
Tablo 26. Portföy Yatırımları - Yerel (3. Model) Modeli İçin Chow Forecast Testi Sonuçları	83
Tablo 27. Portföy Yatırımları ve Global Faktörler Arasındaki Çoklu Regresyon	85
Tablo 28. Portföy Yatırımları - Global Modeli İçin Chow Kırılma (Breakpoint) Testi Sonuçları	87
Tablo 29. Portföy Yatırımları - Global Modeli İçin Chow Forecast Testi Sonuçları.	87

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. Yıllar İtibarı ile Sıcak Para Hareketleri	33
Şekil 2: Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Global Faktörlerin Regresyon Tahminlemesi Grafiği	70
Şekil 3. Doğrudan Yabancı Yatırımlar-Global Faktörler Çoklu Regresyon Denklemi için CUSUM Kare Testi	71
Şekil 4. Doğrudan yabancı Yatırımlar ve Yerel Faktörlerin Regresyon Tahminlemesi Grafiği	74
Şekil 5. Doğrudan Yabancı Yatırımlar - Yerel Faktörler Çoklu Regresyon Denklemi için CUSUM Kare Testi	77
Şekil 6. Doğrudan Yabancı Yatırımlar-Yerel Faktörler Modeli İçin Tekrarlanan Katsayı Testi.....	78
Şekil 7. Portföy Yatırımları ve Yerel Faktörlerin Regresyon Tahminlemesi Grafiği	82
Şekil 8. Portföy Yatırımları - Yerel Faktörler Çoklu Regresyon Denklemi için CUSUM Kare Testi	82
Şekil 9. Portföy Yatırımları - Yerel Faktörler Modeli • İçin Tekrarlanan Katsayı Testi.....	85
Şekil 10. Portföy Yatırımları ve Global Faktörlerin Regresyon Tahminlemesi Grafiği	86
Şekil 11. Portföy Yatırımları - Global Faktörler Çoklu Regresyon Denklemi için CUSUM Kare Testi	87

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

AB: Avrupa Birliği

B&S: Bileşme ve Satın alma İşlemleri (Merger and Acquisitions)

BSM: Bilgi Sermayesi Modeli

ÇUŞ: Çok Uluslu Şirketler

DEY: Dikey Entegrasyon Yatırımları

DPT: Devlet Planlama Teşkilatı

DYSY: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

DYY: Doğrudan Yabancı Yatırımlar

FDI: Doğrudan Yabancı Sermaye (Foreign Direct Investment)

FIYF: Sabit Getirili Fonlar (Fix Income Funds)

GAP: Güneydoğu Anadolu Projesi

GATT: Ticaret Ve Gümrük Tarifeleri Genel Anlaşması (General Agreement on Tariffs and Trade)

GSMH: Gayrisafi Milli Hâsıla

GSYİH: Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla

IMF: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)

OECD: İktisadi İşbirliği Ve Gelişme Teşkilatı (Organization for Economic Co-operation and Development)

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

UDY: Uzun Dönemli Yatırımlar

UNCTAD: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü (United Nations Conference on Trade and Development)

WTO: Dünya Ticaret Örgütü (World Trade Organization)

YEY: Yatay Entegrasyon Yatırımları

GİRİŞ

Sermaye sınırlı bir üretim unsuru olup özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomiler başta olmak üzere , bütün ekonomilerin ihtiyaç duyduğu bir kaynaktır. Sınırlı olan bu kaynak, gideceği yeri seçme lüksüne sahiptir ve bu seçimde risk-getiri hesabı söz konusu olacaktır.

Gelişmekte olan ülkeler için, doğrudan yatırımlar ekonomik kalkınma ve refaha önemli katkı yapacak bir kaynak olarak kabul edilmektedir. Bunun temel nedeni, gelişmekte olan ülkeler için en önemli sorunlardan birisinin sermaye birikiminin yetersiz oluşudur. Bu bağlamda doğrudan yatırımların, yerel ekonominin sermaye birikimine ve üretim kapasitesine önemli katkı sağlaması beklenmektedir.

Çalışmanın Amacı

1970'lerin sonlarından itibaren finansal piyasalarda görülen küreselleşme hareketleri gelişmekte olan ülke ekonomileri açısından sermaye birikimi sağlamak ve uluslararası sermayenin daha verimli biçimde kullanılması açısından umut vaat etmiştir. Ancak gelişmekte olan ülke ekonomilerinde hukuki ve finansal altyapı gerekli düzenlemeler yapılmadan serbestleşmeye geçildiği için bu ekonomilerde krizlerin yaşanmasına sebep olmuştur. Arjantin, Meksika, Türkiye ve Rusya krizleri dünyayı da etkilemiş ve finansal piyasalardaki küreselleşmenin sorgulanmasına sebep olmuştur.

Uluslararası sermaye akımları genel olarak 3 başlıkta ele alınır. Bunlar; doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve banka kredileridir.

Doğrudan yabancı yatırımlar ülkede uzun süreli kaldığı ve teknoloji transferi sağladığı için ekonomiye olumlu etkileri portföy yatırımlarına göre daha fazladır. Portföy yatırımları ise ülkeye yüksek faizden yararlanmak üzere girer ve ev sahibi ülkede ya da küresel bazlı herhangi bir yerde görülen dalgalanmalar karşısında hızlıca ülkeyi terk eder. Bu bağlamda makro ekonomik istikrarı sağlayamamış olan gelişmekte olan ülke ekonomileri açısından “sıcak para” olarak da adlandırılan bu portföy yatırımlarının ülke ekonomisine girerken değil fakat çıkarken olumsuz etkiler yaptığı görülmektedir.

Çalışmanın amacı genelde, küresel dalgalanmalarda portföy yatırımlarının gelişimini özelde ise Türkiye'ye gelen portföy yatırımlarının seyri ve ekonomi üzerindeki etkilerini incelemektir.

Çalışmanın Önemi

Son derece güncel bir konu olan uluslar arası sermaye akımları, gelişmekte olan ülke görünümündeki Türkiye ekonomisi açısından büyük öneme sahiptir. Sermaye hareketlerinin ülke ekonomisine olumlu ve olumsuz taraflarını tespit etmek ve olumsuz yönlerini bertaraf etmek için politika önerisi sunmak makro ekonomik istikrar açısından çok büyük öneme sahiptir.

Çalışmanın Yöntemi

Çalışmanın amacı doğrultusunda öncelikli olarak konuya ilişkin ayrıntılı literatür taraması yapılmıştır. Genel tarama sonrasında Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin niteliği irdelenmiş daha sonra hangi tip yatırım araçlarına ilginin daha fazla olduğu incelenmiş sıcak paranın ülkede kalabilmesi ve doğrudan yatırıma dönüştürülebilmesi için neler yapılması gerektiğine ilişkin öneriler sunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME VE KÜRESEL SERMAYE

1.1. Küreselleşme

İçinde bulunduğumuz yüzyılın ilk yıllarından itibaren yaşanan ve son yıllarda yapılan hemen her tartışmanın baş aktörü olan küreselleşme kavramı çalışmanın temel taşlarından birisi olup başlangıçta tanımlanması uygundur. Bu noktadan hareketle küreselleşmenin farklı tanımlarına değinilmiş olup kavramın tam olarak anlaşılması hedeflenmektedir. Küreselleşmenin farklı yönleri bulunmaktadır. Kavram sadece iktisadi değil, teknolojik, siyasi, sosyo-kültürel eğilimlerin açıklanmasında da kullanılmaktadır. Ancak yine de çalışmada ağırlıklı olarak ekonomik yönleri ele alınmıştır.

Ronald Robertson'a göre küreselleşme; “ tek bir mekan olarak tüm bir dünyanın kristalleşmesi, küresel insan koşullarının açığa çıkışı ve dünya bilinçliğidir.” (Khonder, 1997).

“Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) bir çalışmasında küreselleşmeyi, “ ülkeler arasındaki ekonomik, politik ve sosyal ilişkilerin yaygınlaşması ve gelişmesi, ideolojik ayrımlara dayalı kutuplaşmaların çözülmesi, farklı toplumsal kültürlerin, inanç ve beklentilerin daha iyi tanımlanması, ülkeler arasındaki ilişkilerin yoğunlaşması gibi farklı görünen ancak birbirleri ile bağlantılı olguların içerdiği bir anlamda maddi ve manevi değerlerin ve bu değerler çerçevesinde oluşmuş birikimlerin milli sınırları aşarak dünya çapında yayılması” olarak tanımlamaktadır.” (Karluk, 1995).

Küreselleşme, ülkelerin birbiri ile ekonomik, siyasi ve kültürel anlamda etkileşmesinin en üst seviyesine erişildikten sonra bir anlamda sınırların ortadan kalkması diğer anlamda milletler arasındaki entegrasyonun en üst safhaya ulaşması olarak tanımlanabilir. Örneğin, kıtalararası mesafelerin ve sınırların ortadan kalkarak, bir ülkedeki yatırımcının başka ekonomilere doğrudan etkide bulunmak suretiyle reel üretime katkıda bulunması ve dolaylı olarak para piyasalarına müdahil olması küreselleşme olgusunun ekonomik yönlendiriciliğinin en büyük kanıtlarındandır (Zengingönül, 2005).

Ülkelerin birbirlerine olan bağımlılığı, dış ticaretin artmasına, sermaye ve finans çevrelerinin serbest dolaşımına, gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarına yardımcı olmakta ve işletmeleri en fazla karı sağlayacak yatırım alanlarını aramaya yöneltmiştir (Zengingönül, 2005).

Başlangıçta işletmeler ulusal düzeyde faaliyette bulunurken, küreselleşme ile birlikte, doğrudan ve dolaylı yatırımlarla sermaye akımı hız kazanmıştır.

Yukarıda bahsedilen bilgiler ışığında küreselleşme kavramının daha açık bir şekilde anlaşılması açısından küreselleşmenin belirleyici özelliklerinden bahsetmekte yarar görülmektedir. Bu özellikler şunlardır;

1. Tüketim alışkanlıklarının değişmesi ve tüketim hızındaki artış,
2. Mal ve hizmetlerin üretiminin, dağıtımının, tüketiminin, pazarlamasının ülke ölçeği bazından uluslar arası ölçeğe dönüşmesi,
3. Ticaretin ve ekonominin dijitalleşmesi,
4. Bilgi ve iletişim teknolojilerinin gelişmesi,
5. Mal ve hizmet üretiminde ileri teknolojinin kullanılması,
6. Sovyetler Birliğinin dağılmasından sonra iki kutuplu (Sosyalizm ve Liberalizm) Dünyanın çözünmesi, iktisadi duvarların önemli oranda ortadan kalkması,
7. Küresel değişim,
8. Esnek, dinamik, değişken ve tempolu çevrelerin ve piyasaların ortaya çıkması,
9. Hızlı gelişen teknoloji,
10. Dijital devrim,
11. Artan rekabet,
12. Yenilik,
13. Artan bilgiye paralel olarak bilinmeyen de artması,
14. Araştırma geliştirme faaliyetlerinin artması,
15. İnsan kaynakları alanında yaşanan köklü değişimler,
16. Ekonomik dinamizm ve teknolojik yenilikler,
17. Ticaretin serbestleşmesi, (Yeldan, 2008)

1.2. Dünyada Küresel Sermayenin Gelişimi

Dünyada küreselleşmenin başlangıcını, XIX. yy'ın son çeyreğinde İngiltere'de başlayan ve Batı Avrupa ülkelerinin ekonomilerinde köklü değişikliklere neden olan Sanayi Devrimi'ne bağlamak mümkündür. Birçok Avrupa ülkesinin hammadde ve çeşitli yeraltı madenlerine ulaşmak için kullandığı sömürge ülkelerde yaptığı yatırımlar küresel sermaye oluşumunun başlangıcıdır. Bunun yanı sıra

Avrupa ülkeleri kendilerine faydalı yatırım alanlarını aramış ve böylece uluslar arası ticari faaliyetler hız kazanmıştır. Gelişmekte olan ülkeler bu süreçte sermaye yetersizliği nedeniyle küreselleşmeyi fırsata dönüştürmekte güçlük çekmiş ve bu ülkelerin ekonomileri çağın bu köklü değişimine ayak uydurmakta oldukça zorlanmışlardır. Buna karşın gelişmiş ülkelerin sahip olduğu sermaye, sanayileşmelerini tamamlamalarına büyük katkılar sağlamıştır. Ülkeler arasında oluşan bu sermaye dengesizliği dünya kaynak dağılımını olumsuz etkilemiştir. Dışa kapalı bir ekonomide ulusal tasarruflar sermaye birikiminin tek kaynağı iken dışa açık bir ekonomide yatırımlar doğrudan ve dolaylı olarak küresel sermaye ile de finanse edilebilmektedir (DPT, 1995).

Finansal faaliyetlerin küreselleşmesi 1950'li yıllarda başlamakla birlikte özellikle 1980'lerde hız kazanmış, sermayenin daha düşük risk altında daha yüksek kazanç sağlayabilme düşüncesi ile sınır ötesi alanlara yayılması sonucu ulusal finans piyasaları hızla bütünleşmiş, aralarındaki sınırlar kalkmıştır. Küresel finansın niteliği, hükümetlerin siyasi kontrollerinin ve uluslararası kuruluşların etkisi dışında olmasından ötürü istikrarsız bir yapı göstermesidir. Teknolojik devrim ve ekonomik küreselleşme sürecinin belki de en önemli sonucu, dünya ekonomisinin tüketim yönündeki değişimleri olmuştur. Kişilerin artan tüketim eğilimi ile üreticilerin daha fazla mal satma, daha fazla kar elde etme hedefleri birbirini besleyerek, ekonomik küreselleşme sürecini hızlandırmıştır (Özkıvrak ve Dileyici, 1998).

II. Dünya Savaşı'nın hemen sonrasında ABD'nin himayesinde tesis edilen IMF (International Monetary Fund: Uluslar arası ParaFonu), Dünya Bankası, GATT (General Agreement on Tariffs and Trade: Ticaret Ve Gümrük Tarifeleri Genel Anlaşması) ve OECD (Organization for Economic Co-Operation and Development: İktisadi İşbirliği Ve Gelişme Teşkilatı) gibi uluslararası kuruluşların hayata geçirilmesi küreselleşme sürecine ivme kazandırmıştır. Hemen hemen tamamı 1940'ların ikinci yarısında kurulan bu kuruluşların da katkısıyla 1950'ler ve 1960'larda yeni bir küreselleşme dalgası ortaya çıkmıştır. Öte yandan, 1950'li ve 1960'lı yıllarda küresel üretim ve bununla birlikte küresel ticaret, hem gelişmiş hem de birçok gelişmekte olan ülkelerde hızlı bir şekilde artmıştır. Bu dönemde ticaret hacminin büyümesi kadar önemli diğer bir gelişme de, dünyanın dört bir yanında faaliyet gösteren ABD patentli uluslar arası firmalar tarafından gerçekleştirilen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki hızlı artıştır. 1970'li yıllar küreselleşme açısından bir dönüm noktası sayılabilir (Aktan ve Şen, 1999).

1970'lerin başlarından itibaren dünya genelinde ortaya çıkan konjonktürel, politik, kültürel, teknolojik ve teorik birçok dayanak karşılıklı etkileşimlerle dünya ekonomisinin hızlı bir küreselleşme sürecine girmesine neden olmuştur. 1970'li yıllarda Bretton Woods Sisteminin çökmesi ile birlikte sabit kur sistemi bırakılmış ve küreselleşmenin kaçınılmaz hale gelmesi ile gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru para akımı sağlanmıştır. Dünyanın içinde bulunduğu bunalım WTO (World Trade Organisation), GATT, Dünya Bankası ve IMF'in sağladığı fonlarla finansal hareketlilik sağlanmış ve dünya ekonomisinde küreselleşme hız kazanmıştır. Finansal yapıdaki bu değişim, ekonomilerin krizden çıkmasını sağlamış, özellikle gelişmekte olan ekonomilerin büyümesinde sermaye hareketliliği önem kazanmıştır (Aktan ve Şen, 1999).

Dünya ekonomisi 1980'lerde ise ulusal ekonomilerin birbirlerine daha kapsamlı bir biçimde entegre olması ile sonuçlanan önemli bir ticaret, yatırım ve sermaye akışı serbestleşmesi süreci yaşamaktadır. Neo-liberal küreselleşmenin altında yatan fikir sermayenin yüksek ücretli gelişmiş ülkelere, düşük ücretli gelişmekte olan ülkelere kaymasıdır. 20 yıl öncesine kadar kapitalizm dünya nüfusunun az bir miktarını kapsamakta iken şimdi dünya nüfusunun tamamına yakını birbirlerine açık ticaret, doğrudan ve dolaylı yatırımlarla bağlanan girişimciliği temel alan liberal ekonomik sistemlere bağlıdır. Dolayısıyla küreselleşme sürecinde firmalar önemli bir rol üstlenmekte ve bu sayede teknoloji gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru süratle yayılmaktadır. Küresel ekonomi ile birlikte finansal serbestleşme önem kazanmakta olup uluslararası ekonomilerin entegrasyon süreci ivme kazanmıştır (Aktan ve Şen, 1999).

1990'lı yıllara gelindiğinde Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği (SSCB) ve Doğu Avrupa'daki komünist rejimlerin bir bir çökmesinin de etkisiyle günümüzde küreselleşme hemen hemen tüm dünyada gerek teorik gerekse pratikte kaçınılmazı mümkün olmayan ve sunduğu ekonomik sistemin de alternatifsiz olduğu bir sistem olmuş ve görüş olarak genel kabul görmeye başlamış, hatta yerleşmiştir. Temel ekonomik sorunların çözümü için bir araç olarak gösterilen küreselleşme süreci günümüzde daha da ileri boyutlara ulaşarak bir amaç olarak görülmeye başlanmıştır. (Aktan ve Şen, 1999).

2000'li yıllara gelindiğinde ise; teknolojik gelişmenin üst seviyelerde seyretmesi, firmaların AR-GE faaliyetlerine ayırdığı yüksek sermayelerin sağladığı ürün çeşitliliği ve söz konusu ürünlerin pazarlama stratejilerinde değişimler

göstermesi, dış ticaretin bir adım öteye geçerek bilişim sektörünün sağladığı imkânlardan faydalanarak, küresel ağlar aracılığıyla tüm dünyaya yayılması, yine aynı yollarla finansal sermayenin tüm dünyada dolaşımının anlık işlemlerle yer değiştirebilmesi gibi etkenler 21. yüzyılda küresel sermaye hareketliliğinin etkin unsurlarını teşkil etmektedir (Aktan ve Şen, 1999).

1.3. Türkiye’de Küreselleşmenin Tarihsel Gelişimi

Ülkemizde ise küreselleşmenin başlangıcı II. Dünya Savaşından sonra başlamıştır. 1945’lere kadar dışa kapalı olan ekonomimiz savaştan sonra Marshall Yardımları ve IMF ile kurulan ilişkiler çerçevesinde uluslararası boyut kazanmış, yabancı sermayenin yavaş yavaş ülkemize yönelmesini sağlamıştır. Lakin 1980’lere kadar yabancı sermayenin ülkemize girişi düşük kalmıştır. Nedeni, serbestleşmenin sağlanamaması ve siyasi politikaların etkin rol oynamasıdır. 24 Ocak 1980 kararlarının hayata geçirilmesi ile beraber ekonomi uluslararası pazarlara açılmış sermaye serbestisi ve finansal serbestleşme ile birlikte doğrudan ve dolaylı yatırımlar ülkemize hızla akmaya başlamıştır (Alper ve Öniş, 2001).

Türkiye’de 2000’li yıllara kadar küresel sermayenin miktarı, beklentilerin altında kalmıştır. En büyük nedenlerinden biri çeşitli krizlerle sarsılan ülke ekonomisine duyulan güvenin azalmasıdır. 5 Ocak 1994 kararları ile ülkemizde bulunan yabancı sermayenin yaklaşık %30’u kaçmıştır. İç şokların yanında 1997’de Güney Doğu Asya’dan başlayarak Rusya’yı etkisi altına alan kriz ülkemiz ekonomisini de kötü yönde etkilemiştir. İkinci neden olarak ise siyasi istikrarsızlık nedeniyle oluşan riskin büyüklüğünü gösterilebilir (Akdiş, 2002).

Ülkemiz yeterli miktarda yabancı sermaye gelmediği zaman cari işlemler açığını yurt dışından borçlanarak kapatmak zorunda kalmaktadır. 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında üst üste yaşanan krizlerle sarsılan ülke ekonomisi siyasi istikrar ve alınan iktisadi tedbirlerle birlikte düzelmiş yurt dışına çıkan yabancı sermaye yeniden ülkemize gelmeye başlamıştır (Akdiş, 2002).

1.4. Uluslararası Sermaye Hareketleri Teorisi

Birinci dünya savaşından yenik çıkan Almanya’nın Fransa’ya ödemekte olduğu savaş tazminatı o günün iktisatçıları arasında geniş bir tartışmaya yol açmıştı. Tartışılan konu, Almanya’dan Fransa’ya transfer olunan bu tazminat tutarının (ya da

uluslar arası sermaye hareketinin) iki ülke arasındaki dış dengeyi nasıl etkileyebileceği idi. Transfer sorunu da denen bu sorunun etrafındaki yorumlara Keynes ile Ohlin de karşılıklı bir dizi tartışmayla iştirak etmiştir. Hatta Keynes'in Genel Teori'ye doğru giden fikirlerinin oluşmasını bu tartışmalara bağlayanlar dahi vardır. İkinci Dünya Savaşından sonra Marshall Programı ile başlayan dış yardımlar, konunun tekrar önem kazanmasına neden olmuştur (Alkın, 1981).

Uluslar arası sermaye hareketleri teorisinin başlangıcı genellikle "transfer tartışılması" olarak tanımlanır.

Sorun, bir ülkeden diğerine transfer edilen bir sermaye tutarının iki ülkenin dış dengesini ne yönde ve ne boyutta etkileyebileceğidir. Örneğin yalnızca karşılıklı uluslar arası ilişkiler içinde buldukları varsayılan A ülkesinden B ülkesine 1 milyar dolar transfer edilmesi halinde, ülkelerin gelirleri ilk anda bu tutar kadar A da olumsuz, B de olumlu yönde etkilenecektir. A ülkesinin marjinal ithalat eğilimi $m=0,2$ ve B ülkesinin marjinal ithalat eğilimi $m=0,3$ ise A'nın ithalatı 200 milyon dolar azalırken B'nin ki 300 milyon dolar artacaktır yani A'nın ihracatı artarken B'nin ithalatı artacaktır. Böylece A'nın ödemeler dengesi 500 milyon dolar düzelerken B'ninki bu tutar miktarında bozulacaktır. Ancak A ülkesi henüz verdiğinin tamamını değil ancak yarısını ödemeler dengesi kanalıyla B den geri alabilmiştir (Alkın, 1981).

İkinci aşamada fiyat etkileri dengeyi sağlar. A ülkesinde hala kapanmayan açık, fiyatlar genel düzeyini düşürür. Karşı ülke B de ise tam tersi oluşur. Sonuç olarak A ülkesinin halkı ithal mallarına olan talebini kısar, bunun tersi de geçerlidir. Böylece iki ülkede de dış denge yine sermaye transferinden önceki düzeyde gerçekleşmiş olur (Alkın, 1981).

1.5. Yabancı Sermayenin Tanımı

"Yabancı Sermaye; bir ülkenin karşılığını sonradan ödemek üzere dış kaynaklardan sağlayacağı ve ekonomik gücü ile ulusal varlıklarına ekleyebileceği mali, teknolojik, bilgi (know-how) ve hizmet alanındaki kaynaklara denilmektedir. Yabancı sermaye yatırımları iki temel yapıda gerçekleşmektedir. Bunlar, yabancı sermayenin yaptığı doğrudan yatırımlar ve portföy (dolaylı) yatırımlarıdır" (TCMB, 2009).

1.5.1. Doğrudan Yatırımlar

"Doğrudan yatırım, yatırımcının yerleştiği olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide yaptığı uzun vadeli yatırımı gösterir. Burada yatırımcının, kuruluşun

sermayesinde %10'dan (dahil) fazla paya sahip olması veya yönetiminde söz sahibi olması esastır” (TCMB, 2009).

“Doğrudan yatırım kalemi, yabancı sermaye yatırımının yapıldığı ülke ve yabancı sermayeyi getiren ülke ayrımında, Sermaye, Karın Sermayeye Katılımı, Diğer Sermaye olarak sınıflandırılmaktadır.

- *Sermaye: Doğrudan yatırımcının ana merkezinin bulunduğu ekonomi dışındaki ekonomilerde yeni bir şirket kurması, mevcut şirketlere iştirak etmesi amacı ile getirdiği sermayeyi ifade eder.*

- *Karın Sermayeye Katılımı: Doğrudan yatırımlardan elde edilen karların dağıtılmaksızın sermayeye ilave edilmesini ifade eder.*

- *Diğer Sermaye: Ana şirket ile yatırım yapılan şirket arasındaki borçlanmadan doğan yatırımları ifade etmektedir.*

Doğrudan sermaye yatırımlarını da özel bir sermaye transferi olarak değerlendirmek mümkündür. Ayrıca bazı özellikleri dolayısıyla da portföy yatırımlarından ayrılmaktadır. Yatırımlar mali ya da fiziki nitelikte olabilmektedir. Bina, arazi, fabrika, tesis gibi fiziki değerler doğrudan yabancı sermaye yatırımları tahvil ve hisse senedi şeklindeki yatırımlarda portföy yatırımlarını oluşturur” (TCMB, 2009).

“Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında istihdam artışı sağlanır fakat ülke içerisindeki üretimden kaynaklanan karlar yurt dışına transfer olur. Buna doğrudan yatırımların olumsuz yönü denilmektedir” (TCMB, 2009).

1.5.2. Portföy (Dolaylı Yatırımlar, Sıcak Para) Yatırımlar

“Portföy yatırımları menkul değerlere yapılan yatırımları, genellikle devlet ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir. Portföy yatırımları kalemi varlık ve yükümlülük ana başlıkları altında” (TCMB, 2009);

- Hisse Senetleri,
- Borç Senetleri, ayrımında ve sektörel dağılımı da içerecek şekilde sınıflandırılmaktadır.

Uluslar arası sermaye akımları içerisinde portföy yatırımları önemli bir büyüklüğe sahiptir. Portföy yatırımlarında bireyler servetlerinin büyüklüğü ile orantılı olarak menkul değerlerden oluşan belirli hacimlerde yatırım portföyleri oluşturmaktadırlar. Hangi tahvil ve hisse senetlerini portföyelerine alacaklarına karar verirken bunların risk ve getiri oranlarını göz önünde bulundurmaktadırlar. Ticari, politik ve kur riskini içeren risk unsurlarının önceden belirlenmesi mümkün olmadığından, risk düzeyi yatırımcı tahminlerine bağlı bulunmakta ve dolayısıyla yatırım yapılacak iktisadi varlıklar yatırımcının kişisel tercihleri ile belirlenmektedir (Aslan, 1997).

“Birçok sanayileşmiş ülke 1980’li yıllardan itibaren büyük sermaye akımlarına konu olmuştur. Bu sermaye akımlarının önemli bir bölümü tahvil, öz kaynak, mevduat sertifikası ve finansman bonusu şeklinde kısa vadeli portföy yatırımlarıdır “ (TCMB, 2009).

1.5.3.Özel Sermaye Hareketleri

Özel sermaye hareketleri, ticari koşullar altında sermayenin bir ülkeden diğerine hareketini ifade eder. Bu fonların sahiplerinden belirli bir gelir karşılığında talep edenlere aktarılması işlemine mali işlem denir. Bir mali işlem, bir ülke yerleşiklerinin diğer ülke yerleşiklerine fon sağlamaları şeklinde olursa, uluslararası mali işlem adını alır. Mali işlemlerin gerçekleştirildikleri piyasalar ise para piyasaları ve sermaye piyasalarıdır (Kar, 2002).

Para ve sermaye piyasalarında uluslararası mali işlem şeklinde gerçekleşen uluslararası özel sermaye hareketleri kısa (1 yıldan az), orta (1–5 yıl) ve uzun (5 yıldan çok) vadeli olabilmektedir. Sermaye piyasası işlemleri, tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlerin alım satımından oluşmakta ve portföy yatırımları olarak adlandırılmaktadır (Karluk,1996).

1.5.4.Resmi Sermaye Hareketleri

“Gelişmiş ekonomilerin, azgelişmiş ekonomilere yaptıkları bağış ve kredi şeklindeki yardımlardır. Yardımlar bağış şeklinde olursa uluslararası bir transfer söz konusu olmakta, kredi şeklinde ise devletlerarası borçlanma olmaktadır “(Kar, 2002).

Kredi ve bağış şeklindeki bu yardımların verilmesinde ekonomik, sosyal ve siyasi bir takım etkenler etkili olabilmektedir. Genellikle dış devletler, Dünya Bankası gibi mali kuruluşlar ya da Avrupa Yatırım Bankası gibi bölgesel kalkınma bankalarınınca gerçekleştirilen bu yardımlardan faydalanan ülkeler, bu yardımlarla döviz ve tasarruf açıklarını kapatarak daha yüksek bir kalkınma gücüne ulaşmaya çalışmaktadırlar (Kar, 2002).

1.6. Yabancı Sermayenin Olumlu ve Olumsuz Yönleri

Yabancı sermayenin ülke ekonomisine olumlu katkı sağlayabileceği gibi olumsuz etkilerinin de bulunabileceği bilinmektedir. Dolayısıyla ülkeler sermaye hareketlerinden olumlu yönde yararlanırken olumsuz yönlerini de bertaraf etmelidirler. Yabancı sermaye, üretimin artmasına, teknoloji ve yönetim bilgisinin gelişmesine, ülkeye döviz girişinin sağlanmasına, ihracatın artmasına ve finansal piyasaların gelişmesine katkıda bulunmaktadır. (Longani ve Razin, 2001).

Diğer taraftan yabancı sermayeye yönelik eleştiriler de bulunmaktadır. Bu eleştiriler, ekonominin denetimi üzerinde yabancıların etkisinin artması, yerli firmalara karşı haksız rekabet üstünlüğü, teknolojik bağımlılık ve ekonomik bütünlüğün bozulma ihtimali noktalarında yoğunlaşmaktadır (Lopez-Mejia, 1999).

Doğrudan yabancı sermaye alan çok uluslu şirketlerin beklentilerinin ve diğer şekillerde ülkeye giren yabancı sermaye hareketlerinin istikrarlı makro ekonomik politikalarla ülke çıkarlarıyla örtüştürülebildiği oranda ülke yararına olacağı açıktır. Yabancı sermaye çeşitlerinin etkilerinin de farklı olduğu düşünülürse ekonomik politikaların bunların her birinden maksimum şekilde yararlanabilme düşüncesi üzerine oturtulması gerekmektedir. Bu bağlamda en az riskli ve yöneldiği ülke ekonomisine pozitif katkılarından dolayı doğrudan yabancı sermaye yatırımları en çok istenilen yabancı yatırım özelliğini taşımaktadır (Fernandez ve Arias ve Hausmann, 2001).

1.6.1. Yabancı Sermayenin Olumlu Yönleri

Doğu Asya, Rusya ve Brezilya'daki parasal krizlerin ardından, birçok araştırmacı küreselleşmenin çok ileri gittiğini ve sermaye hareketliliğinin gelişmekte olan ülkelerde istikrarsız bir uluslararası finansal sistem meydana getirdiğini belirtmişlerdir. Parasal birleşme ya da serbest dalgalanma durumuna uygun olmayan ülkelerde sermaye akımlarını sınırlandırmak gerekmektedir (Krugman, 1999).

Buna benzer bir yaklaşım da Joseph Stiglitz'den gelmektedir. (Stiglitz 1999), piyasalardaki oynaklığın kaçınılmaz olduğunu, gelişmekte olan ülkelerin bunları iyi yönetmeleri gerektiğini, bu ülkelerin ekonomilerini istikrara kavuşturacak politikalar düşünmek zorunda olduklarını ve bu politikaların Şili tarzı sermaye akımlarına sınırlamalar koymak şeklinde olabileceğini belirtmektedir. Sermaye piyasalarının serbestleştirilmesinin kalesi olan IMF bile özellikle girişler üzerinden vergi alınması gibi sermaye kontrollerini desteklemeye başlamıştır; örneğin, "IMF, Şili tarzı piyasa-bazlı sermaye girişi kontrolleri uygulanmasını desteklemiştir." denilmekte ve yine bazı durumlarda, bu kontrollerin kısa vadeli akımların meydana getirdiği duyarlılığı azaltmakta olduğu vurgulanmaktadır (Aninat, 2000).

1997'deki Asya Krizi ve ardından Rusya, Brezilya ve Arjantin'deki çöküşler küresel finansal yapının en iyi şekilde geliştirilmesi konusundaki tartışmaları hızlandırmıştır. Bu bağlamda, son yıllardaki birçok çalışma sermaye akımlarının

vadesi ve şekli konusunda sermaye kontrollerinin etkinliğin değerlendirmeye başlamıştır (Miniane, 2004).

Asya Krizi ve uluslararası diğer finansal karşılıkların ışığında bazı uluslararası kuruluşlar hükümetlere, ekonomilerini oynaklığın ve spekülasyonun etkisinden korumaları için sermaye kontrollerinden yararlanmalarını önermektedir. Bunlardan UNCTAD'ın 1998 yılında yayınladığı "Ticaret ve Kalkınma Raporu"nda finansal krizlerle baş etmenin en etkili yollarından birinin sermaye kontrolleri olduğu belirtilmektedir. Etkili bir uluslararası kuruluşun sermaye kontrollerinin kullanılması yönündeki bu tavsiyesi dikkate değerdir. Raporunda iyi ekonomik temellerin, etkili finansal düzenlemelerin ve iyi yönetim gibi faktörlerin finansal krizlerden kaçınmada yeterli olmayabilecekleri belirtilmektedir. Dünyadaki tecrübeler göstermektedir ki, sermaye kontrolleri, dış borç almayı ve borç vermeyi etkileyen diğer önlemler de bu tür krizlerden kaçınmada önemli rol oynamaktadır (Khor, 1998).

Sermaye kontrollerini destekleyen bu çalışmalar, bu kontrollerin ekonomide meydana getirdiği maliyetleri bertaraf edecek faydaları olduğunu savunmaktadır. Sermaye kontrollerinin en büyük faydası da bu kontrollerin ülkenin parasal ve bankacılık krizlerine olan duyarlılığı azaltmasıdır. Sermaye hesabını serbestleştiren ve 1990'larda kriz yaşayan gelişmekte olan ülkeler bu iddiayı desteklemektedir (Forbes, 2004).

Ekonomi literatüründe sermaye kontrollerinin uygulanmasını destekleyen çok sayıda argüman vardır. Bunların içinde, "En-iyi İkinci" argümanı sermaye hesaplarındaki kısıtlamaların ekonomik refahı arttırdığını savunmaktadır (Ariyoshi, 2000).

Bir başka argüman ise, sabit ya da güçlü yönetilen kur rejimi olduğunda, kontrollerin çatışan politika amaçlarını uzlaştırmaya yardım ettiğini savunmaktadır. Bu argümana göre para politikası korunarak, ulusal amaçlara yönelmesi ve döviz kuru üzerindeki baskının azalması sağlanmaktadır. Ayrıca sermaye kontrolleri devlet bütçesinin ucuz finanse edilmesi olanağını da sağlamaktadır (Ariyoshi, 2000).

1.6.2. Yabancı Sermayenin Olumsuz Yönleri

Yabancı sermayenin olumsuz yönlerinin başında ulus devletinin zayıflaması, gelir dağılımının bozulması, hacim ve karakter açısından biçim değiştiren sermaye hareketlerinin makroekonomik istikrarsızlığa yol açması ve finansal krizlerin ortaya

çıkmasında başat rol oynaması, niteliksiz işgücünün rekabetten olumsuz etkilenmesi sayılabilir (Sabır, 2002).

Küresel sermaye önderliğinde oluşturulan tüketim toplumu sayesinde üretim miktarları oldukça artmış, üretilen mallar yaratılmış pazarlara satılarak büyük kazançlar sağlanmıştır. Ancak bu kazançlar dünya geneline yayılamamıştır. Buradan da anlaşılacağı gibi küresel sermaye hareketleri dünya genelinde gelir dağılımını olumsuz etkilemektedir (Sabır, 2002).

Küresel sermayenin daha farklı ve daha önemli bir riski mevcuttur. Bazen yatırımcılar (özellikle kısa dönem yatırımcıları) ülkelerdeki yatırım şartları açısından iyimser hareket etmektedir. Bu o ülkenin şartlarında değişiklik olduğu zaman, sermayenin ülkeden ani geri çekilmesi riski ile karşı karşıya kalmasına neden olmaktadır.

1.7. Küresel Sermayenin Etkileri

Sermaye yatırımlarının etkilerini incelerken bunları bir bütün olarak ele almak gerekmektedir. Ancak etkilerin iyi incelenebilmesi için bir ayırım yapılması gerekir. Kısa vadeli sermaye hareketleri o ülkeye girdiği zaman olumlu etkiler yaratmaktadır. Sıcak para olarak da isimlendirilen bu gelişme çıkış veya kaçış döneminde ise o ülke ekonomisi üzerinde yıkıcı etkiler yaratmaktadır. Doğrudan sermaye yatırımları ise yapısı gereği genellikle olumlu etki yaratmaktadır. Üçüncü bölümde genel itibarıyla olumlu ve olumsuz yönlerinden bahsedilse bile bu bölümde daha geniş ve daha ayrıntılı inceleme sansı bulunur. Ama şunu da belirtmek gerekir ki sermaye yatırımlarının, yöneldikleri ülkeye sağladığı yararları bütünüyle ve ayrıntılarıyla ölçmek olanaksızdır. Burada özellikle en etkili olan kısa vadeli sermaye (sıcak para) hareketlerinin etkileri incelenecektir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesini savunanların temelinde, uluslararası sermayenin ekonomik etkinliği arttıracacağı tezi yatmaktadır. Bu tezin dayanağını ise, uluslararası mali piyasalarda işlem yapanların, tasarruf sahiplerinin portföy tercihlerini en etkin şekilde değerlendirebileceklerine, en yüksek getiriyi sağlayacak olan yatırımlara yönelteceklerine, mali varlıkları, riskleri ve getirilerini en doğru şekilde değerlendireceklerine olan inanç yatmaktadır (Taylor ve Sarno, 1997).

Yurt dışı kökenli kısa vadeli finansal sermaye (*sıcak para*) hareketlerinden sağlanan finansal arbitraj getirisi bu hareketlerin sürekliliğini sağlayan itici bir unsur

olmaktadır. Sermaye akımları, ulusal ekonomide risk yapısının oluşmasında ve mali piyasalarda hassaslıkların meydana gelmesinde de önemli rol oynamaktadır. Bu hassaslıkların en önemli göstergeleri; Artan dış ticaret açığı, cari işlemler açığı, kısa vadeli dış borçlar ve TCMB (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası) döviz rezervleri oranları oluşturmaktadır.

1.7.1 Döviz Rezervlerine ve Enflasyona Etkisi

Rezerv artışı ile genişleyen parasal taban, enflasyonist etkinin oluşmasına yol açmaktadır. Oluşan bu etkinin yok edilebilmesi için MB'ları sterilizasyon işlemine gidebilmektedir. Ancak sterilizasyon işlemi, kamunun faiz yükünü artırmasının yanında, kamunun elinde birikmiş olan fonlar, faiz ödemeleri ve kamu harcamaları yoluyla ekonomiye enjekte edilerek enflasyonist etkilerin daha da artmasına neden olmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler açısından rezerv biriktirmek, kendilerini kısa vadede girişilen yükümlülüklerle ve spekülasyon nitelikli ataklara karşı korumaları açısından önemlidir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin, ülke içinde risk düzeylerinin artmasına bağlı olarak, anında geri çıkabilme özellikleri nedeni ile döviz piyasasında güvence oluşturmak için rezerv birikimi önemli bir unsurdur. (Tanören, 2009).

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarının artması ile nominal ve reel anlamda rezerv artışı gözlenmiştir. 1990'lı yıllarda Latin Amerika'ya giren sermaye, enflasyonu düşürmüştür. Ülkeye giren dövize karşılık para arzı artmış, yine de enflasyon üzerinde düşürücü etkide bulunmuştur. Bunun nedeni, yerli paranın yurt içine giren döviz karşısında enflasyondan daha düşük oranlarda devalüe edilmiş olmasıdır. Faiz oranları yüksek tutulurken, sermaye girişi döviz üzerinden yüksek getiri sağlamış, sıcak para girişleri teşvik edilmiştir. Sermaye akımları tüketim artışına yol açarak, istikrarsız bir yapı da sağlamasına rağmen Arjantin, Brezilya ve Peru'da yüksek enflasyonu dizginlemiş olması nedeniyle, ekonomik bir gelişme olarak görülmüştür. Meksika'da ise, enflasyonun düşmesindeki en önemli neden: Sermaye girişinin parasal genişleme etkisini düşürmek için uygulanan sterilizasyon ve sıkı para politikaları olmuştur (Tanören, 2009).

1.7.2. Tasarruflara ve Yatırımlara Etkisi

Gelişmekte olan ülkelere gelen sermayenin niteliğini, reel yatırımlardan ziyade rantiyelerin spekülâtif nitelikli yatırımları oluşturmaktadır. Bu nedenle de spekülâtif nitelikli yatırımlar, yatırımların ülkeler arası getiri oranlarının ve yurt içi ile yurt dışı faiz oranlarının yakınlaşmasını niteliği gereği mümkün kılmamaktadır. Çünkü gelişmiş ülkeler yüksek oranlardaki faizlerin kamuya getirdiği borç yükü ve olumsuz makro ekonomik etkileri kendi ülke ekonomilerine de yansıtmak istemektedirler. Sermaye girişlerinin artması ile değerlenen yerli para karşısında talep üzerinde artış meydana gelmektedir. Ticarete konu olan ve olmayan mallar arasında, sermaye girişinin yarattığı değerlenmiş yerli para, ticarete konu olan malların aleyhine bir gelişme izlenmesini gerekli kılmaktadır. Yerli üretimle karşılanan ticarete konu olmayan malların üretimi artan taleple artmaktadır. Öte yandan ticarete konu olan mallara olan talep artışı, ithalat kanalından karşılanabilmektedir. Bu durum, sermaye girişinin hizmet sektörüne ve ticarete konu olmayan sektörlerle yapılan yatırımların artması anlamına gelmektedir (Tanören, 2009).

1.7.3. Cari İşlemler Üzerine Etkisi

“Cari işlemler hesabını iki şekilde tanımlamak mümkündür: İlki ödemeler bilânçosu kayıtlarından elde edildiği şekilde net mal ve hizmet ihracatı ile karşılıksız transferler dengesinin toplamından oluşmaktadır. Mal ticaretinden kaynaklanan net ihracata transit ticaret gelirleri, navlun, sigorta ve taşımacılık gibi ticaretin gerçekleşmesini temin edici çeşitli hizmet gelirleri de dâhil edilmektedir; ikinci olarak da, milli gelir hesaplarını kullanılması ile cari işlemler dengesi ve sermaye akımları arasındaki etkileşim görülebilmektedir. Bir ülkenin belirli bir zaman dilimi içerisinde cari işlemler dengesi yerleşiklerin yabancı ülkelerin gelir veya üretimleri üzerinde bulunan haklarındaki artış ile yabancıların yurt içi gelir veya üretim üzerindeki benzer şekilde sahip oldukları haklarındaki artış arasındaki farkı ifade etmektedir” (Tanören, 2009).

1.7.4. Döviz Kurlarına Etkisi

Sermaye hareketlerinin neden olabileceği olumsuzlukların boyutunun belirlenmesinde sermaye hareketlerinin türü de önem taşımaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri makroekonomik olumsuzluklara karşı yüksek duyarlılığa sahip oldukları için, uzun vadeli sermaye hareketlerinden daha oynaktır. Bu nedenle de daha ciddi krizlere yol açıp, daha derin uyarlamalara ihtiyaç duyabilirler. Standart açık ekonomi modeline göre, sermaye girişleri likiditeyi artırarak, yurtiçi nominal

faiz oranlarını düşürmekte, bunun sonucunda da yurtiçi harcamaları ve dolayısıyla toplam talebi artırmaktadırlar. Toplam talepteki artışın dış ticarete konu olmayan mallara yönelmesi, dış ticarete konu olan mallara göre daha sınırlı bir arzı olan dış ticarete konu olmayan malların fiyatları üzerinde bir baskı yaratarak bu malların görece fiyatını artırmaktadır. Dış ticarete konu olmayan malların görece fiyatları arttığı için harcamalar dış ticarete konu olan mallara yönelmektedir. Böylelikle, dış ticarete konu olan mal ve hizmet fiyatlarının dış ticarete konu olmayan mal ve hizmet fiyatlarına oranı olarak tanımlanan reel döviz kurunun artmasına neden olmaktadır. (Tanören, 2009).

Ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi, esnek kur sisteminde nominal kurun değer kazanması, sabit kur sisteminde ise dış ticarete konu olmayan malların fiyatlarındaki artış yoluyla meydana gelmektedir. Reel değerlendirilme geçiş ekonomilerinin değişimlerinin ilk evresindeki genel bir özelliktir. Ulusal paradaki reel değerlendirilme daha sonraki evrelerde, değişimin başarılı olması durumunda sürecektir. Eğer dönüşüm başarısızsa tersine bir eğilim söz konusu olacak, yerli para değer kaybedecek ve bu durum yapısal ve kurumsal reformlar uygulanana kadar devam edecektir. (Arat, 2003).

“Ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi dış ticarete konu olmayan sektörlerin payının küçülmesine ve dış ticarete konu olan malları daha ucuz hale getirerek, tüketicilerin dış ticarete konu olan malları tercih etmesine neden olmaktadır”.(İnandım, 2005)

1.8. Ülke Örnekleri

Küresel sermayenin; Dünya düzeyinde en çok etkileyeceği ülkeler az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdir. Bu ülkeler genel olarak Gelişmiş Batı Avrupa Ülkeleri, Kuzey Amerika Ülkeleri ve Japonya'dır.

Şili, Brezilya ve Macaristan'da spekülasyon amaçlı sermaye yatırımlarını caydırmak için uygulanan sermaye kontrolleri de önemli etkisi olan çalışmalardır (Altınkemer, 2003).

Şimdi birkaç ülkede nasıl uygulandıklarını inceleyelim.

1.8.1. Brezilya

1990'ların başında Brezilya ekonomisini şekillendiren en önemli olgu kalıcı enflasyonu azaltmaya yönelik tüm politikaların başarısız olmasıdır. Yüksek enflasyon ortamında hükümetin finansman ihtiyacı büyük faiz oranı farklılıklarına yol açmış ve bu da yönetimli döviz kuru rejiminde sermaye girişlerinin hızlanmasına neden olmuştur. 1987-1992 yılları arasında yapılan serbestleştirme düzenlemeleriyle birlikte, girişler daha da artış göstermiştir (Ariyoshi, 2000).

1993'ün ortalarında, Brezilya'da bazı kontrol önlemleri alınmaya başlanmıştır. Brezilyalı şirketlerin yurtdışında ihraç edilen bonolar üzerinden, hisse senedi piyasasında yabancıların yatırımları üzerinden ve yerli sabit-getirili yatırımların yabancı alımları üzerinden ödenecek vergi oranları atırılmıştır. Bu kontrollerin amacı faiz oranı farklılıklarını uygun bir seviyeye indirmek, paranın değer kazanmasını ve sterilizasyonun maliyetini azaltmak olmuştur. Aynı zamanda sermaye girişlerinin kompozisyonunu değiştirerek, gelen yabancı sermayenin uzun-dönemli yatırımlara çevrilmesi amaçlanmıştır.

Brezilya'da kontroller doğrudan ve fiyat-bazlı önlemler şeklinde uygulanmıştır. Dolar-bazlı yükümlülükleri azaltmak ve varlıkları artırmak için bankacılık düzenlemeleri yapılmıştır. Tahvillere yapılan sermaye girişleri yasaklanmış, sabit yatırımlar için Sabit Getirili Fonlar (Fixed Income Funds) adında bir yatırım aracı oluşturulmuş ve bu yatırım ilk işlem yapıldığında bir tür Tobin vergisi olarak nitelendirilebilecek olan "giriş vergisi"ne tabi tutulmuştur. Zamanla piyasalar sabit gelirli varlıklara yatırım yapmak için türev stratejilerine alıştıkça, FIYF kısa bir zaman için yasaklanmıştır. Ocak 1994'de tüm portföy yatırımlarından giriş vergisi alınmaya başlanmıştır. İhracat kredilerinin vadesi ve miktarı üzerinde de bazı kısıtlamalar uygulanmıştır. 1995'deki Meksika krizinden sonra kontrollerde geçici bir rahatlama olmuş, daha sonra tekrar uygulanmaya başlanmışlardır. Vergi oranları, sermaye girişinin çeşidine ve vadesine göre farklılık gösterecek şekilde uygulanmıştır. Borçların vadesi en az 3 yıla çıkarılmış, özelleştirme fonlarına yapılan yatırımlar üzerinden giriş vergisi alınmıştır. 1996'da faiz oranı farklılıkları düşmeye başlayınca, 1997'de giriş vergisi ve minimum vade azaltılmıştır.

1.8.2. Şili

Şili 1978–82 ve 1991–98 aralarında giriş kontrolleri uygulamıştır. Her iki dönemde de Şili'ye fon getiren yabancılardan Şili Merkez Bankası'nda faizsiz bir mevduat hesabı açmaları istenmiştir. Kontroller ilk defa 1978 yılında, ülkeye çok büyük miktarda sermaye girişi olmasıyla reel döviz kurunun çok değerlenmesi ve Merkez Bankasının para arzını yönetmede zorluklarla karşılaşması sonucunda uygulanmıştır.

Bu ilk uygulama 1982'de Latin Amerika borç krizi sonucunda sermayenin ülkeyi terk etmesiyle sonlandırılmıştır. 1978–82 arasındaki bu ilk dönemde, 24 aydan kısa vadeli girişler yasaklanmış, 24 ile 66 ay vadeli girişlere de % 10 ile % 25 arasındaki oranlarda rezerv tutma yükümlülüğü getirilmiştir (Edwards, 1991).

Değerlenmiş reel döviz kuru ve parasal kontrolün kaybedilmesi üzerine 1991'de Şili yeniden kontroller uygulamaya başlamıştır. İlk başta, krediler faizsiz, % 20 oranında bir rezerv yükümlülüğüne tabi tutulmuştur. Bir yıldan az girişlerde, mevduat giren tutarın vadesiyle uyumlu iken, uzun dönemli girişlerde rezerv yükümlülüğü 1 yıl olarak belirlenmiştir. Ancak, özel sektör hızlı bir şekilde bu kontrollerden kaçınmanın yollarını bulmuştur. En yaygın kullanılan kaçış şekli girişlerin mahiyetinin yanlış bildirilmesi olmuştur (Edwards, 1999).

Örneğin, kısa-vadeli kredi girişler ticari kredi ya da bir Doğrudan Yabancı Yatırım (DYY) projesini destekleyen bir borç olarak yer almıştır. Haziran 1992'de, rezerv yükümlülük oranı % 30'a çıkarılmış, vadesi de girişin vadesine bakılmaksızın 1 sene olarak saptanmıştır. Aynı zamanda kaçış yollarını tıkmak için bu yükümlülük ticari kredilere ve DYY'la bağlantılı olan kredilere de uygulanmıştır. 1995'te, kontroller New York Borsası'nda işlem gören Şili hisse senetleri ve uluslararası bono ihraçları için de genişletilmiştir. Doğu Asya'da yaşanan finansal krizden dolayı Şili'ye gelen sermaye akımlarının düşme riskini azaltmak için, rezerv yükümlülüğü Haziran 1998'de % 10'a Eylül'de ise % 0'a düşürülmüştür. Bu dönemde Şili ayrıca DYY düzenlemeleri de yapmıştır. 1992'ye kadar DYY'ın ülkede kalma süresi en az 3 yıl olarak belirlenmişken, bu süre daha sonra 1 yıla indirilmiştir. DYY'dan kazanılan karların ülkelere götürülmesinde hiçbir kısıtlama yapılmamıştır. Şili'de uygulanmış olan rezerv yükümlülüğü sermaye girişi üzerine konulan bir Tobin vergisi benzeri uygulama olarak nitelendirilebilir (Edwards, 1999).

Bu gizli verginin oranı rezervde tutulan yatırımın oranına, rezervin bankada tutulma süresine, yatırımın ülkede tutulma süresine ve bu fonların alternatif maliyetine göre belirlenmiştir. Bu fonların alternatif maliyeti ABD'deki 1 aylık mevduat sertifikalarının faiz oranı olarak değerlendirilmiştir. Bu vergi oranlarında dikkat çeken özellik, Tobin'in önerisinde olduğu gibi fonun ülkede kalma süresi kısaltıldıkça, vergi oranının artmasıdır. URR'nın uygulandığı süre içerisinde, yatırımcıların bu rezervi hangi para cinsinden tutacakları kendi seçimlerine bırakılmıştır. Tutulan rezervin bir karşılığı olmayacağından, yatırımcı alternatif maliyeti düşünerek faiz oranı en düşük olan para cinsini seçebilmiştir. Bunun önüne geçmek için de yetkililer, Ocak 1995'den itibaren rezerv yükümlülüğünün yalnızca dolar üzerinden olmasına izin vermişlerdir. Zaman zaman bu kontrolün açıkları ortaya çıktıkça gücü de azalmış, fakat açıklar kapatıldığında kontroller yeniden güç kazanmaya başlamıştır (Gregorio, 2000).

Şili'li yetkililer sermaye kontrolleri uygularken 4 amaç hedeflemişlerdir. Birincisi, ülkeye gelen kısa vadeli sermaye akımlarının yavaşlatmak ve kompozisyonu uzun vadeye yaymaktır. İkincisi, girişlerden kaynaklanan reel kur değerlenmesini azaltmak, üçüncüsü Şili Merkez Bankasının bağımsız para politikası uygulamasını sağlamak ve dördüncü olarak da ülkenin uluslararası finansal istikrarsızlık politikalarına olan duyarlılığını en aza indirmektir (Zahler 1992, Cowan ve De Gregorio, 1997, Valdes-Prieto ve Soto, 1998).

URR'nın akımların vadesini değiştirerek uzun dönemli hale getirmesi, bu politikanın en önemli sonucudur, çünkü bu değişim ülkeyi daha az kırılgan hale getirmektedir. Şili'de uygulanan sermaye kontrolleri ülkenin dış borçlarının vadesinin uzamasında basanlı olmuştur (Kim vd, 2001). Bundan dolayı Şili tarzı sermaye kontrolleri birçok ekonomist tarafından da destek görmektedir (Bhagwati, 1998, Eichengreen, 1999, Stiglitz, 2000).

1.8.3. Macaristan

Ekonomik büyümeyi ülkeye çekeceği yabancı sermaye vasıtasıyla sağlamayı hedefleyen Macaristan için bu yönde atılan adımlar ve tespit edilen politikalar önemlidir. Ancak, Macaristan'ın 1 Mayıs 2004 tarihi itibarıyla AB üyeliği, ülkeye yatırım çekmek üzere uyguladığı birçok doğrudan teşviki, off-shore desteği ve bazı vergi avantajlarını uygulamadan kaldırarak, yatırımcılara yine cazip gelecek, ancak

AB mevzuatı ile uyumlu metotlar uygulamasını gerekli kılmıştır. Özellikle bölgesel rekabetin çok arttığı bir ortamda Macaristan, uygulayacağı yeni programlarla ülkenin rekabet avantajını arttırmayı hedeflemektedir.

2004 itibariyle kurumlar vergisi oranının % 18'den % 16'ya çekilmesi, eğitim ve AR-GE maliyetlerinin düşürülmesi, kalkınmaya yönelik daha avantajlı uygulamaların hayata geçirilmesi ve AB fonlarından da kaynak aktarımının gerçekleşmesiyle, Macaristan'a AB üyeliği ertesinde de doğrudan yabancı sermaye (FDI) girişinin devam ettiği görülmektedir. Yukarıda da belirtildiği üzere, 1990'dan itibaren ülkeye giren FDI oranı 62 milyar Euro seviyesinde olmuştur. Bu oran Merkezi Doğu Avrupa ülkeleri arasında kişi başına düşen en büyük FDI oranıdır. Ülkeye gelen FDI'nın büyük bir kısmı da imalat ve hizmet sektörleri ile ilgilidir.

Tablo-1'de 1995'den itibaren Macaristan'a gelen doğrudan yabancı sermaye (Foreign Direct Investment) miktarları gösterilmektedir. 1997 de 3,6 milyar Euro seviyesindeki yabancı sermaye miktarı, 2001'de 4,3 milyar düzeyine çıkmış, 2003 yılında ise tekrar 2 milyar Euro seviyesine inmiştir. Yabancı sermaye hareketlerinde yaşanan iniş çıkışlarda ülkede uygulanmakta olan özelleştirme programları da önemli bir rol oynamaktadır. 2004 ve 2005 yıllarında ülkeye giren doğrudan yabancı sermaye miktarında önemli bir yükseliş gözlenmektedir.

2006 yılına gelindiğinde, ülkeye gelen doğrudan yabancı sermaye miktarının, yılbaşında koyulan 4 milyar Euro hedefini aşarak 4,9 milyar Euro seviyesine çıktığı görülmektedir.

Tablo-1: Macaristan'a Gelen Doğrudan Yabancı Sermaye (Milyon Euro)

Yıllar	Yıllık	Kümülatif
1990-1995 Dönemi	-	18,287
1995	4,044	22,633
1996	2,625	25,258
1997	3,681	28,939
1998	2,988	31,927
1999	3,106	35,033
2000	2,998	38,031
2001	4,391	42,422
2002	3,185	45,607
2003	1,887	47,494
2004	3,633	51,127
2005	6,099	57,226
2006	4,874	62,100

*Kaynak: Macaristan Merkez Bankası
Budapeşte Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği*

1.8.4. Malezya

Büyük miktarda kısa-dönemli sermaye girişlerine sahne olan Malezya'da Ocak 1994'de uygulanmaya başlayan sermaye kontrolleri ile bankalardan, yatırımla ya da ticaretle ilgisi olmayan dış borçlar üzerinde bir üst limit getirilmesi istenmiş, yerleşiklerin yerleşik olmayanlara kısa-dönemli para araçlarını satmaları yasaklanmıştır. Şili'de uygulanan ve Tobin vergisinin bir versiyonu olarak yorumlanan URR benzeri bir uygulama ile bankalardan yabancı bankaların sahibi olduğu ringgit hesapları üzerinden Merkez Bankası nezdinde faiz getirisi olmayan bir hesap açmaları istenmiş ve bankaların yabancılarla yapacakları swap ve forward işlemlerine (çıkış nitelikli) kısıtlamalar getirilmiştir. Bu sınırlamalar 1995 yılından itibaren adım adım kaldırılmıştır (Khor, 1998).

Malezya'da kontroller daha geniş kapsamlı olmuş ve kambiyo kontrolleriyle birlikte uygulanmıştır. Ancak cari uluslararası işlemleri ve doğrudan yabancı yatırımı kapsamamıştır. Ağustos 1997'de ilk girişim yerli piyasayı uluslararası piyasalardan ayırmak için yapılmış, daha sonra ulusal ringgit piyasasını stabile etmek için direk kontroller uygulanmaya başlanmıştır. Uluslararası piyasadaki ringgit hesaplarının ulusal piyasalara dönmesi istenmiş, ringgit'in ithali ve ihracına yönelik sınırlamalar getirilmiş, ringgit varlıklarının offshore ticareti yasaklanmış, yerleşik olmayanların dışarıdaki hesapları arasındaki transferler ve yerleşiklerle yerleşik olmayanlar arasındaki ringgit kredi işlemleri de yasaklanmıştır. Eylül 1998'de, Asya krizinin en tepe noktasına ulaşmasından sonra, Malezya sermaye çıkışları üzerinde kontrol uygulamaya başlamıştır. Bazıları bu kontrollerin yabancı yatırımcıları korkutacağını ve Malezya'da iş yapmaktan ve yatırım yapmaktan kaçınacaklarını belirtmişlerdir. Bazıları da bu kontrollerin Malezya hükümetine nefes aldıracağını ve böylelikle uzun dönemli büyümeyi artırmak ve canlanmayı sağlamak amacıyla bazı reformlar yapmak için zaman kazandıracağını savunmuşlardır.

Bazı uzmanlarca, ülkedeki pazar ekonomisinin önümüzdeki 10 yıl içinde daha net, belirgin bir hale gelmesi ve çokuluslu şirketlerin stratejik dağılımının yeniden belirlenecek olması gibi faktörler ülkeye girecek olan doğrudan yabancı sermaye miktarına olumlu katkı yapacağı öngörülmektedir.

1.9. Yıkıcı Etkilerden Korunma Yolları

Az gelişmiş ülkelerin yetersiz iç tasarruflarının büyük bölümü, artan iç borç faiz ödemeleri ve dış borç faiz ödemeleri sebebiyle erimektedir. Bunun finansmanını ise yüksek faizli yeni borçlanmalarla yapmaktadırlar. Yani az gelişmiş ülkeler sürekli sermaye girişlerine bağımlı hale gelmektedir. Büyümeleri de, krize girmemeleri de sermaye girişlerinin sürmesine bağlıdır. Ancak, belirtmek gerekir ki, bu ülkelerin büyümeleri, ihracata ve yatırımlara değil, tüketime dayanır olduğundan ayakları tökezlediğinde, gelen sermaye çıkmaya başlar ve ekonomik kriz riski oldukça artar. (Akyüz,1994),

Kısa vadeli sermaye, gerçekte, faizleri yükseltip kuru düşürerek, krizleri de beraberinde getirmektedir. Bir finansal kriz çıktığında, bunun faturasını en ağır şekilde ödeyenler, en alt gelir basamaklarında olan kesimlerdir. Asya Krizi, işsizliği Tayland'da ikiye, G.Kore'de üçe katlamıştır ve çalışanların ücretleri de düşmüştür.

Sermaye akımlarının oynaklığının ekonomi üzerindeki yıkıcı etkileri ve finansal krizlerin yüksek bulaşma hızları, uluslararası düzeyde birtakım çareler bulunmasını gerektirmektedir. Finansal piyasaları düzenlemeye yönelik uluslararası kabul görmüş kodlar ve standartlar oluşturulmaya ve ulusal düzeyde ise, sermaye hesabının serbestleştirilmesinde atılacak gerekli adımların ve zamanlamanın daha iyi ayarlanmasına çalışılmaktadır. Ayrıca, bazı ülkelerin aşırı sermaye girişlerini frenlenmeye yönelik bir takım önlemler almaları dikkat çekmektedir. Sermaye kontrollerine yönelik önlemler üç kategoride toplanabilir (UNCTAD, 1999)

1.9.1. Piyasa Temelli Önlemler

Bu grupta toplanan girişimler, fiyat mekanizmasına dayanır, yerli ve yabancı varlıkların getirileri arasındaki farkı azaltmayı hedefler. Bu yolla, yabancı yatırımcılara ek bir takım maliyetler yüklemekten öte bir ayrımcılık yapılmaz ve yabancıların yerli finansal piyasaya girişleri serbest bırakılır. Bu bağlamda, dış finansal işlemler ve yabancı yatırım gelirleri üzerine açık veya zımni şekilde vergi konularak, yerli ve yabancı varlıklar arasındaki faiz farklılıkları eşitlenebilir ve kısa dönemli sermaye işlemleri caydırılabilir. Vergiler, kişisel olmayan, şeffaf ve öngörülebilir nitelik taşırlar. (Çaşkurlu, 2008)

1.9.1.1. Rezerv Koşulu

Buna örnek olarak Şili'de uygulanan, vadesi bir yıl ve daha kısa olan dış yatırımlar, krediler ve banka dışı mevduatlar üzerine getirilen %30'luk rezerv tutma zorunluluğu gösterilebilir.

1.9.1.2. Farklılaştırılmış Sermaye Kazançları Vergisi

Bu tür bir vergilemede amaç, kısa vadeli yatırımlara daha yüksek vergi oranı uygulayarak, kısa vadeli sermaye girişlerinin engellenmesini sağlamaktır. Örneğin, ABD'de 1 yıldan kısa süreli yatırımlar kısa vadeli sayılmakta ve kısa dönem sermaye kazançlarına, uzun dönem yatırımlarından daha yüksek vergi oranları getirilmektedir.

1.9.1.3. Çıkış Vergileri

Malezya gibi bazı ülkelerde, sermayenin ülkeye dönme aşamasında, yatırımın ülkedeki kalış süresine göre değişen oranda vergi uygulamasına gidilmiştir. Böylece, yatırımın süresinin uzatılabileceği ve kısa dönemli akımların engellenebileceği düşünülmektedir.

1.9.2. Miktar Temelli Önlemler

Bu tür önlemler, iç piyasada yaratılabilecek yabancı fonların miktarını sınırlandırmaya yöneliktirler. Ancak, miktarsal kısıtlamalar, idarenin takdirine bağlıdır ve belirsiz olduklarından yatırımın riskini artırırlar. (Çaşkurlu, 2008)

1.9.3. Düzenleyici Önlemler

Yabancı yatırımlara karşı ayrımcı önlemler (örneğin yabancılarca alınabilecek farklı varlık tipleri arasında ayrımcılık), yabancı yatırıma bir minimum kalış süresi zorunluluğu getirmek veya türevler gibi bazı işlem türlerine kontroller getirilmesi gibi uygulamalar "düzenleyici" önlemler arasında yer alır. Buraya kadar bahsedilen kısa vadeli sermaye akımlarının olumsuz etkilerine karşı alınabilecek önlemler açısından, iki ülkedeki uygulamalar çok tartışılmıştır. Bunlardan biri Şili'dir (Rodrik ve Velasco, 2005).

Haziran 1991'de Şili'de dış kredilere %20'lik bir faizsiz rezerv yükümlülüğü getirilmiştir. Hisse senedi yatırımları bunun dışında tutulmuştur. Rezervlerin merkez bankasında en az 90 gün, en fazla 1 yıl tutulması gerekmektedir. Mayıs 1992'de yabancı para cinsinden vadeli mevduatlar ve Şili tahvillerinin yabancılarca alım satımlarının yapılması da rezerv yükümlülüğü kapsamına dâhil edilmiş ve yükümlülüğün oranı %30'a yükseltilmiştir. Ayrıca, doğrudan yabancı yatırım akımları çok sıkı takibe alınarak, kısa vadeli sermaye akımlarının hisse senedi yatırımı kılıfına bürünerek ülkeye girmesi önlenmeye çalışılmıştır. Rezerv yükümlülüğü koşulu, ikincil piyasada uygulanmış ve birincil piyasa bu uygulamadan muaf tutulmuştur. 1998 yılında sermaye çıkışları başlayınca, Şili, rezerv yükümlülüğü oranını % 0'a indirmiştir.

Diğer örnek olan Malezya ise, 1993 sonunda parasının beklenmedik şekilde %6 oranında devalüe olmasının ardından, çok büyük miktarda kısa vadeli spekülasyon sermaye girişleri yaşamıştır (Rodrik ve Velasco, 2005).

Bu durum, spekülasyonların kurun hızla düzeleceği beklentisi içinde olmalarından kaynaklanmıştır. Kısa vadeli borçların toplam borca oranı bu dönemde %37'lere fırlamıştır. Malezya, bu gidişat karşısında çareyi, Ocak 1994'de, yerleşik olmayanların birçok kısa vadeli menkul kıymeti satın almasını yasaklamakta bulmuştur. Bu kısıtlama, daha sonra döviz piyasasındaki swapları da kapsayacak şekilde genişletilmiş ve yerli ticari bankalara yabancılarca yatırılan kısa vadeli mevduatın faiz ödemeleri de bu kapsama alınmıştır. Kısıtlamalar, 1994 Ağustos'unda kaldırılmaya başlanmış ve o yılın sonuna kadar büyük ölçüde kaldırılmıştır. Malezya bu önlemleri kaldırdıktan sonra ise, kısa vadeli borçların rezervlere oranı hızla artmaya başlamış ve ülke sonunda bir krize girmiştir. Bu durum karşısında, Eylül 1998'de Malezya, yerleşikler ve yerleşik olmayanlar arasındaki kredi ilişkilerinin yasaklanması, Malezya parasının giriş ve çıkışları ile döviz çıkışlarının sınırlandırılması gibi izinler ve miktar kısıtlamalarına dayanan önlemlere başvurmuştur. Tüm offshore Ringgit' in 1 Ocak 1998'den önce ülkeye dönmesi istenmiş ve yerli menkul kıymetlerden elde edilen gelirin dışarı çıkarılabilmesi için, söz konusu menkul kıymetlerin en az 1 yıl elde tutulması şartı getirilmiştir (Schuknecht, 1999).

1999 Şubat'ında, sözü edilen bu "1 yıl elde tutma" şartı kaldırılarak, kısa vadeli sermayeyi cezalandırmaya yönelik bir çıkış vergisi uygulamasına gidilmiştir.

1.9.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Yönelik Uluslararası Bir Önlem Olarak "Tobin Vergisi"

James Tobin, 1972 yılında yazdığı bir yazıda esnek para politikasının karşısındaki en önemli engelin giderek artan uluslararası likit sermaye hareketliliği olduğunu söylemiştir. Eurodolar piyasalarının, Atlantığın iki yakasındaki gelişmiş ülkelerin kısa vadeli para piyasalarını birleştirdiğine dikkat çeken Tobin, bu durumun Avrupa ülkelerinin ve ABD'nin kendi para politikaları üzerindeki özerkliklerini büyük ölçüde azalttığını belirtir. Kısa vadeli fonların faize duyarlılığının artmasının beklendiğini söyleyen Tobin, uluslar arası para sistemi ve ulusal para politikaları ile ilgili çok daha büyük problemlerin yaşanacağını söylemiştir. Tobin'e göre, uluslararası bir reform yapılması gerekmektedir ve yeni uluslararası düzenlemeler, para politikası üzerindeki ulusal özerkliği bir nebze de olsa koruyabilmelidir. Ülkeler mal, emek ve sermaye piyasaları, vergiler ve maliye politikaları bakımından birleşmediklerinden, herkes için tek bir para politikası da olmamalıdır. Ayrıca, ülkelerin kendi içlerinde de bölgesel farklılıklar vardır. Ancak bir ulusal hükümet, bölgeler arasında telafi edici mali yeniden dağıtımlar gerçekleştirebilir.

Bu mekanizmayla kıyaslanabilecek herhangi bir uluslararası mekanizma yoktur. Ulusal parasal özerkliğin, bu nedenlerle korunması gerektiğini savunan Tobin, bu amaçla tüm spot döviz işlemlerinden tekdüze bir vergi alınmasını önermiştir (Tobin, 1998). Bu vergi ile kısa vadeli sermaye hareketlerinin caydırılabileceğini düşünmüştür.

Krizlere karşı en etkili çözüm, finansal sistemin her zaman likit kalması olabilir. Ancak, likiditeyi korumak maliyetli bir iştir. O nedenle, kısa vadeli borçlanmayı caydırıcı önlemlere gereksinim duyulmaktadır. Belirtmek gerekir ki, kısa vadeli sermayeye karşı önlemler alınmasının etkin olmadığına, maliyetli olduğuna vb. dair görüşler bulunmaktadır. Ancak, Şili ve Malezya'da uygulanan önlemler, bu ülkelerde dış borcun vade yapısını başarılı bir biçimde etkilemiştir. Şili'nin rezerv yükümlülüğü, uygulamada, kısa vadeli akımlar için ciddi bir caydırıcı olmuştur. %5 oranında LIBOR ile 1 yıllık kredinin yıllık maliyeti %3,9 iken, 3 aylık kredininki %11'di. Rezerv yükümlülüğünün konduğu 1991 yılında, kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı keskin bir şekilde düşmüştür. Bu oran, 1992'de yükselse de, rezerv yükümlülüğü arttırıldıktan sonra 1997'ye kadar sürekli düşmüştür. Şili'deki kısıtlamalar, sermaye akımlarının vade kompozisyonunu

etkilemiş, fakat toplam hacimlerini ve reel döviz kurunu etkilememiştir (Rodrik ve Velasco, 2005). Malezya'da da, 1994'de getirilen önlemler çok etkili olmuştur. Toplam içindeki kısa vadeli borç oranı 1993 yılında %37 iken, 1994 yılında %26'ya ve 1995'de % 23'e inmiştir. Kontrolleri kaldıran Malezya, krize girmiş ve tekrar önlem almak zorunda kalmıştır (Rodrik ve Velasco, 2005).

Belirtmek gerekir ki, uluslararası sermaye akımları içinde önemleri giderek artan türev kontratların, sermaye kontrollerinin çevresinden dolaşmakta kullanılabileceği düşünülmektedir. Ancak, türevlerin kontrolleri aşabilecekleri her zaman kesin de değildir.

Türkiye, 1989 yılında sermaye hareketlerini serbestleştirerek küreselleşmeye katılmaya çalışmış bir gelişmekte olan ülke olarak, yukarıda anlatılmaya çalışılan tüm etkileri ve sonuçları yaşamıştır. Ancak, daha özele inmek, sorunları daha somut şekilde ortaya koymamıza yardım edecektir. Türkiye'nin sermaye hareketlerini serbestleştirilmesiyle birlikte, sunduğu yüksek arbitraj olanakları sayesinde hızla kısa vadeli sermaye girişleri başlamıştır. Genellikle, merkez bankaları sermaye girişleri karşısında piyasadaki dövizleri toplayıp karşılığında piyasaya yerli para sunarken, bir yandan da parasal genişleme ile enflasyonist etkilere yol açmamak için, piyasaya değerli kâğıtlar sürerek fazla likiditeyi emerler. Ancak, Türkiye'de Merkez Bankası sermaye girişleri sonucunda oluşan fazla likiditeyi Hazine kâğıtlarıyla değiştirmeyi seçmiştir ki, bu durum kamunun gelirlerini arttırmaksızın harcamalarını arttırabilmesine olanak sağlamıştır (Yentürk, 1997)

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ

2.1. Türkiye’de Finansal Serbertleşme

Liberal politikaların vazgeçilmezlerinden biri olan finansal serbestlik,1980’li yılların başından itibaren birçok gelişmekte olan ülke tarafından, uygulanmaya başlanmıştır. Ülkemizde ise 24 Ocak 1980 kararları ile başlayan bu süreç,1989 yılında Türk Parası Kıymetini Koruma hakkında 32 sayılı karar ile tamamlanmıştır. Elbette finansal serbestleşme süreci, gelişmekte olan ülkelerdeki gibi bizde de ağır yükler getiren ekonomik krizlere neden olmuştur.

2.2.Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Türkiye’de finansal gelişim süreci 1980 yılı sonrası, finansal serbestleşme politikalarının birer uzantısı olarak gelişim göstermiştir. 1984’te döviz alım satımı serbestleştirilmiştir. Ulusal finans piyasalarında ise Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) oluşturularak, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurulmuştur. 1989’da da kambiyo kontrolleri kaldırılarak yurt içi ve yurt dışı sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir.

“Kısa vadeli sermaye hareketleri, ödemeler dengesi içerisinde, varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır. Varlıklar kısmında dışarıya verilen krediler; yükümlülükler kısmında ise, TCMB, ticari bankalar ve diğer sektörlerin işlemlerinden kaynaklanan kısa vadeli borçları yer almaktadır”. (Kepenek ve Yentürk, 2001).

Bu açıdan bakıldığında, 1989 sonrası serbestleşme hareketlerinin tamamlanması ile Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketlerinin oldukça yüksek miktarlarda arttığı görülmektedir. Sermaye hareketlerinin seyrine bakıldığında, kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynak yapısı ve eksiye düştüğü yılların kriz dönemlerine denk gelmesi, bu sermaye hareketinin risk priminden kaçmak ve elde ettiği yüksek getiriye kaybetmemek istememesinden kaynaklandığı görülmektedir (Tanören, 2009).

2.2.1.1980-1990 Dönemi

1980’li yıllardan önce izlenen ithal ikameci politikaların yerine 1980’li yıllarda benimsenen, ilk olarak mal piyasalarının serbestleştirilmesine yönelik politikalar uygulanmaya başlanmış ve aşamalı olarak ithalatın serbestleştirilmesi gerçekleştirilirken, yüksek bir devalüasyonu takiben esnekleştirilen döviz kuru politikası, dolaylı teşviklerle sanayinin ihracata kanalize edilmesi yani dış pazarlar için üretim hedeflenmiştir. (Yeldan, 1995).

Finansal piyasalarda serbestleşmenin ilk adımı olarak ise, dış finansal serbestleşmenin ilk şartı olan yurt içi finansal serbestliği sağlamak amacıyla, 1981 yılında faiz oranları üzerindeki sınırlamalar kaldırılmış, mevduat faizleri serbest bırakılmıştır. Yine bu tarihten başlayarak faiz ve kredi dağılımı üzerindeki bütün kontroller kaldırılarak ulusal mali piyasalara derinlik kazandırılması hedeflenmiştir.(Yeldan, 1995).

Faiz oranlarının serbest bırakılmasına bağlı olarak, 1981 ve öncesinde negatif olan reel faiz oranları 1982 yılında pozitif olmuştur. 1980’lerin başlarında, sadece vadeli mevduat faizlerinin serbest bırakılması ve kredi faiz oranlarındaki değişikliklerin önceden bildirilmesi gibi bir uygulamaya gidilmesi, büyük bankaların kendi aralarında anlaşmaya gitmesine bağlı olarak, faiz oranlarının, belli bir oranda tutulması sonucunu doğurmuştur. Fakat faiz oranlarının, bankalar tarafından belli bir oranda tutulması, biri bankaların belirlediği, diğeri serbest piyasada oluşan ikili bir faiz yapısı ortaya çıkarmıştır. Serbest piyasada oluşan faiz oranı ‘banker’ olarak adlandırılan kişilerin hızla çoğalmasına ve birikimlerin bankacılık sistemini etkileyecek boyutlara ulaşmasına sebep olmuştur. (Yentürk, 1997).

“Bu dönemde işletmeler, faiz oranlarının yükselmesi sonucu, finansman yüklerini karşılayamaz duruma gelmişlerdir. Bunun sonucunda bankerlerden borçlanma yoluna gitmişler. Ancak, banker piyasasında ortaya çıkan faiz yükseltmeleri, bir süre sonra, işletmelerin borç aldıkları paraların faizini ödeyebilmek için, bankerlerden daha yüksek faizle borç almaya başlamasına neden olmuştur. İşletmelerin, bankerlere olan yükümlülüklerini bu yüksek faiz oranları nedeniyle yerine getirememesi, banker krizi olarak adlandırılan krizin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Böylelikle, serbestleşme sürecinin ilk aşaması, 1982 yılındaki krizle kesintiye uğramıştır. 1983 yılında, yaşanan bu krizi durdurmak amacıyla ek önlemler alınmış, mevduat faizlerini belirleme yetkisi MB’na verilmiştir. Bu gelişmenin ardından, mevduat faizlerinin serbestleştirilmesi ancak 1988 yılında sağlanmış; kredi faizlerinin serbestleştirilmesi ise 1983 yılının Aralık ayında gerçekleştirilmiştir.” (Uzunoglu, 1995).

1980'e kadar sermaye ve mal hareketleri açısından dışa kapalı bir politika benimseyen Türkiye ekonomisi 24 Ocak 1980 İstikrar Programı Uygulamaları ile dışa açık ekonomi oluşumun ilk adımlarını atmaya başlamıştır. (Çarıkçı, 2001).

“24 Ocak 1980 İstikrar Programının temelinde, Türkiye'nin ithal ikameci büyüme modelinden, dışa açık bir büyüme modeline geçmeyi amaçlaması yatmaktadır. Bu politikalar gereği gerekli uygulamaların temelini: Küçültülmüş devlet, dışa açık ekonomik yapı ve gelir dağılımının içsel dinamiklerce belirlenmesi gibi unsurlardan oluşturmaktadır.” (Çarıkçı, 2001).

“1984 yılının başında döviz kuru rejimi serbestleştirilmiş, bankaların döviz mevduatı tutmaları ve döviz cinsinden işlem yapabilmeleri olanaklı hale getirilmiştir. Döviz alım-satım işlemlerinin serbestleştirilmesiyle, ülkede yerleşik olan veya olmayan gerçek veya tüzel kişilerin, döviz cinsinden borç-alacak ilişkileri ve elde ettikleri varlıklar konusundaki fiyat ve miktar sınırlamaları ortadan kalkmıştır. 1986 yılında ulusal finans piyasalarına yönelik olarak SPK oluşturulmuş; İMKB kurulmuştur. 1987 yılında TCMB açık piyasa işlemlerine başlamış ve bu sayede parasal araçlarını çeşitlendirmiştir.” (Yentürk 1997).

1989 sonrası dönemde, özellikle bu uygulama sonrası, ekonominin makro düzeyde performansı, net sermaye giriş ve çıkışlarına aşırı duyarlı bir konuma gelmiştir. Ekonomi dolarizasyon sürecine girmiş, ulusal paraya olan talep azalmış ve esnek kur politikası izlenmeye başlanmıştır. Türkiye'nin mali, kurumsal ve altyapı koşulları, doğrudan yabancı yatırımlar için cazip bir ortam oluşturmadığından, dış finansman daha çok kısa vadeli sermaye hareketleri ile sağlanmıştır. (Tanören,2009,)

2.2.2. 1990'lı Yıllar

1989 yılında sermaye hareketleri serbestleşmeye başlamıştır. Çünkü 1986 yılından itibaren artan mali açıklar yurt içinden borçlanılarak giderilmeye çalışılmış, fakat bu durum özel yatırımları dışlayıcı bir etki ile sonuçlanmıştır. Bu açıkların kapatılmasında ikinci bir yol, yabancı fonların ülkeye girişinin sağlanması olarak görülmüştür. Bu fonların ülkeye girişini sağlamak için, sermaye hesabı serbestleştirilmiştir. 1990'lı yıllarda ülkeye sermaye girişi, özellikle kısa vadeli sermaye girişleri olarak artmıştır. Sermaye girişleri ile birlikte Türk Lirası aşırı değerlenmiştir. Bu değerlenme sonucunda, bankalar uluslararası finans piyasalarından borçlanmalarını arttırmıştır. Toplanan bu fonlar yüksek getirili kamu menkul değerlerine yatırılmış veya yurt içi piyasalara kredi olarak verilmiştir. Artan kredilerle birlikte iç pazarın canlanması, tüketim ve hammadde malları ithalatını arttırır iken; TL'nin yabancı paralar karşısında değer kazanması ihracatı zorlaştırmış, ithalatı kolaylaştırmıştır. Bunun sonucunda dış ticaret açığı 1993 yılında 6,4 milyar

dolara yükselmiştir. Açıkların finansmanında ise sermaye hareketleri önem arz etmiştir. (Parasız, 2001, s. 369–370).

“1990-1993 döneminde ekonominin yıllık büyüme hızı % 5,2 dolayında gerçekleşmiştir. Bu dönemde, (1) kamu faiz dışı açığın genişlemesi, (2) reel işgücü maliyetindeki artış, (3) TL'nin aşırı değerlenmesi, (4) kısa vadeli dış yükümlülüklerin hızla büyümesi, özellikle 1993'de (5) cari dış açığı patlama finansal kriz için yeterli koşulları yaratmıştır. Toplam dış borç stoku 1989'da yaklaşık 42 milyar dolardan; 1993'de 67 milyar dolara yükselmiştir. Aynı dönemde, kısa vadeli dış borç stoku 6 milyar dolardan, 18,5 milyar dolara yükselmiş; ancak TCMB'nin brüt döviz rezervi 1992-1993 yılları arasında 6 milyar dolar seviyesinde kalmıştır.” (Temel, 2001).

2.2.3. 1994 Nisan Krizi

Türkiye ekonomisi 1970'lerin sonlarında olduğu gibi, 1980'lerin sonuna doğru tıkanmaya başlamıştır. Bu tıkanmayı çözmeye yönelik ekonomik istikrar programının uygulamaya başlanmamış olması sonucunda 1994 yılı başında Türkiye yeniden bir ekonomik kriz içine girmiş, uzun süre istikrarlı görünen dolar-TL paritesi ciddi şekilde bozulmuş, enflasyonist beklentiler büyük ölçüde artmış, Hazine içeride borçlanamaz hale gelmiştir. ABD'li kredi değerlendirme kurumları Türkiye'nin kredi değerliliğini üst üste düşürmesi sonucunda Türkiye dış kredi bulmada zorlanmış ve ekonomik istikrar ortaya koyarak hemen peşinden IMF ile stand-by düzenlemesine gidilmiştir.

“5 Nisan 1994 tarihli ekonomik istikrar programının başlıca hedefleri şunlardır: (www.ekodialog.com), 2005)

1. Ek vergi alınarak kamu gelirlerinin artırılması,
 2. Kamu giderlerinin; ücret artışlarının enflasyonun altında tutulması da dahil olmak üzere, çeşitli bütçe kısıntıları yoluyla düşürülmesi,
 3. (1) ve (2)'de konu edilen önlemler sonucu konsolide bütçe açığının ve dolayısıyla kamu kesimi harcama gereğinin düşürülmesi,
 4. TL'nin dolar karşısında değer kazanmasının önlenmesi,
 5. Hazine borçlanmasını çekici hale getirebilmek için başlangıçta enflasyonun çok üstünde bir faizle kağıt satılması ve zaman içinde bu faizin düşürülmesidir.
- Bütün bu önlemler sonucunda enflasyonun makul düzeylere indirilmesi temel amaç edinilmiştir.”*

Uygulanmaya başlanan bu program ile yukarıda sayılan hedeflerin bir bölümüne ulaşılmış, ihracat artışına paralel olarak ithalat daralmaya başlamış ve sonucunda dış ticaret açığı azalmış ve faizler yeniden serbest bırakılmıştır. (Eğilmez, 2009). 1994 yılında ve onu izleyen 1995 yılında ekonomide olumlu gelişmeler yaşanmıştır.

Türkiye'nin 1994 yılında yaşamış olduğu krize, uluslararası kısa vadeli sermaye akımlarının spekülasyon nitelikli ataklarının neden olduğunu söylemek mümkündür. 1994 krizine kadarki son on yıl içinde, Türkiye'ye giren sermaye 32 milyar dolardır. Bu miktarın 14 milyar doları cari işlemler ve net hata ve noksanın

telafi edilmesinde kullanılmıştır. Geriye kalan 18 milyar doların da ödemeler dengesi dışındaki faaliyetleri finanse ettiği kabul edilebilir. 18 milyarın, 7 milyar dolarını MB kendi borçlanması ile sağlamıştır. Buradan da anlaşıldığı üzere, Türkiye'ye MB'nin borçlanması ve ödemeler dengesinin finansmanı dışında 11 milyar dolarlık bir sermaye girişi gerçekleşmiştir. (Yıldırım ve Altun, 1995, s. 74).

2.2.4. 2000 Kasım Krizi

“Türkiye 2000 yılında IMF ve Dünya bankasının desteğini alarak üç haneli rakamlara ulaşan enflasyonu düşürmek için bir dezenflasyon programını uygulamaya koymuştur. 1999 yılının Aralık ayında IMF'e verilen niyet mektubunda 2000 enflasyonu düşürme programının genel çerçevesi şöyle belirlenmiştir: a) Faiz dışı bütçe dengesinin fazla vermesi b) Döviz kuru ve para politikalarının yeniden belirlenmesi c) Sosyal güvenlik, özelleştirme, vergi ve tarım konularında yapısal reformların gerçekleştirilmesi. Böylelikle enflasyonun temel kaynağının kamu açıkları olduğu ve bununda kamu kesimi finansman yönetiminden kaynaklandığı kabul ediliyor ve bu açıkların kapatılması için tedbir alınıyordu. Bu amaçla bir yandan kamu harcamalarının kısılması, diğer taraftan da vergi gelirlerinin artırılması kararlaştırılmıştır. Bunlara ek olarak, IMF ve Dünya Bankasından sağlanacak uzun vadeli ve düşük maliyetli kredilerle, yüksek reel faizli ve kısa vadeli iç borçlanmanın azaltılması hedeflenmiştir. Bu doğrultuda faiz dışı bütçe fazlasının 7,5 milyar dolar fazla vermesi temel hedef olarak ortaya konulmuştur.” (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002)

Enflasyonla mücadele programının ikinci önemli ayağını döviz kuru ve para politikalarındaki değişiklikler oluşturuyordu. Döviz kurlarının nominal çıpa olarak kullanılması kararlaştırılmış ve bu şekilde oluşturulan kur sepetinin (1 Dolar + 0,77Euro) 2000 yılı sonuna kadar beklenen enflasyon oranı kadar(% 20 TEFE'ye göre) artırılması planlanmıştır. Ayrıca kurlardaki değişimin çapraz kurlardaki hareketliliğe göre belirlenmesi ve aylık olarak kurun sabit kalması planlanmış ve 2001 Haziranında kademeli olarak kurun dalgalanmaya bırakılması kararlaştırılmıştır.”(Sipahi, 2003)

“Para politikası alanında ise Merkez bankasının net iç varlıklarına sınırlama getirilmiştir. Net iç varlıklar sınırı 1.2 katrilyon TL olarak belirlenmiş ve net iç varlıkların döviz girişi oranında artırılması kararlaştırılmıştır. Böylece Merkez Bankasının para basımı sınırlandırılmış ve bankanın para kurulu(currency board) gibi çalışması hedeflenmiştir.” (Güloğlu, 2004)

Programın son ayağını yapısal reformlar ve özelleştirme programları oluşturuyordu. 2000 yılında 5 milyar doları Telekom'dan olmak üzere 7.6 milyar dolar ve 2001 yılında 6 milyar dolarlık özelleştirme yapılması planlanmış, ancak siyasi nedenlerle ve uluslararası piyasalardan beklenen talebin gelmemesi gibi nedenlerle büyük özelleştirmeler (THY, Türk Telekom) yapılamamıştır. Tarım ve sosyal güvenlik alanlarında da kayda değer ilerleme sağlanamamıştır.” (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002).

Kamu açıklarının bankacılık sektörü tarafından finanse edilmesi nedeniyle, sektör etkin bir şekilde denetlenememiş ve gerekli yapısal düzenlemeler yapılamamıştır. Bankacılık kesiminin açık pozisyonun artmasına rağmen, bu açık pozisyonlar sayesinde kamunun fonlanması, bu açığa göz yumulmasına neden olmuştur. (Kalaycı, 2005)

“Ancak kriz ortamında avantaj gibi görülen bu durum, bir dezavantaja dönüşmüş ve krizin daha da büyümesine neden olmuştur. Kriz öncesinde, yabancı kökenli sıcak para girişleri Ocak-Ekim 2000 döneminde net yabancı sermaye girişlerinin % 18’ini oluşturmaktadır. Yerli sıcak para ise yerli aktörlerden kaynaklanan sermaye çıkışlarının üçte ikisini oluşturmaktadır. Eylül 2000’de, net sermaye hesabının negatife dönmesi ile sermaye akımları tehlikeli bir hale gelmiştir. Ekim ayında ise geçici bir düzelmeye yaşanmıştır. Yerli aktörlerin yurt dışındaki portföy yatırımlarının bu ay içinde devam etmesinin, kayıt dışı sermaye çıkışının ve yabancıların banka mevduatlarındaki azalmasının temsil ettiği net sermaye akımının -1,4 milyar dolar olmasına rağmen; diğer kalemlerdeki olumlu gelişmeler ekim ayında net sermaye girişini pozitif değerde tutmuştur. Bu durumu tersine çeviren ilk şok Kasım ayında yabancıların net 5,2 milyar dolar menkul değer satarak dışarıya çıkması ile gerçekleşmiştir.” (Tanören, 2009).

“Türkiye’de Kasım 2000 krizi öncesi yabancı sermaye hareketlerinde büyük artışlar gözlenmiştir. Kriz öncesinde yabancı sermaye girişi 15,2 milyar dolar iken, kriz döneminde bu rakam -10,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Buna göre ülke on sekiz aylık bir dönemde 25,6 milyar dolar sermaye kaybına uğramıştır. Kriz öncesinde yabancı ve yerli sermaye ayırımına göre net sermaye akımı 9,9 milyar dolardır. Kriz döneminde ise bu rakam -13,5 milyar dolar olmuştur. Buradaki net sermaye kaybı 23,4 milyar dolardır.” (Tanören, 2009).

2.2.5. 2001 Şubat Krizi

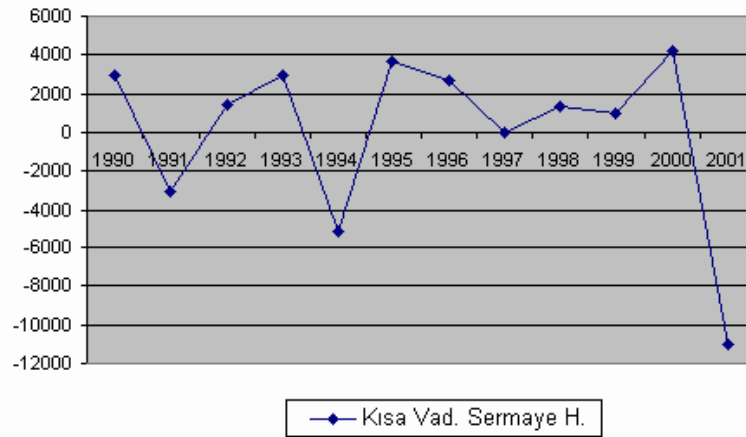
Kasım 2000’de ortaya çıkan dalgalanma, faizlerde hızlı bir yükselişe sebep olarak bazı bankaların mali yapılarını bozmuştur. Şubat 2001 yılında Hazine ihalesi öncesi de yaşanan olumsuz gelişmelerle programa olan güven ortadan kalkmış; Türk Lirasından çıkışlar başlamış, likidite sıkışıklığı ve ödemeler sisteminin kilitlenmesine sebep olmuştur. Şubat 2001 krizi tüm bu gelişmeler doğrultusunda oluşmaya başlamıştır. (Keyder, 2001).

“Türkiye ekonomisi, Şubat 2001 yılına gelindiğinde şiddetli bir finansal kriz daha yaşamıştır. Bu krizin nedenlerine bakıldığında; dış ödemeler dengesinde giderek artan ve istikrarsız yapıya sahip olan kısa vadeli sermaye hareketleri, inandırıcı bir uygulamadan uzak olan döviz kuru politikası ve bankacılık kesiminin ekonomik olmayan davranışlarının neden olduğu söylenebilir.” (Keyder, 2001).

16 Şubat (Cuma) 2001, 27 milyar 943 milyon dolar olan döviz rezervleri; 19 Şubat (Pazartesi) 2001 itibari ile 22 milyar 581 milyona inmiştir. TCMB böylece bir gün içinde 5 milyar doların üzerinde döviz rezervi kaybetmiştir. Dalgalı

kura geçiş kararından sonra, dolar 688 bin TL civarından 962 bin TL' ye yükselmiştir. Artan döviz talebi, yüksek faiz aracılığıyla durdurulmak istenince, İnter bank gecelik faiz oranları en yüksek % 50'den, % 6200'e çıkmış; daha sonra hızlı bir biçimde düşerek Şubat ayı sonunda % 103'lere inmiştir. 16 Şubat'ta 10169 puan olan borsa endeksi, 19 Şubat'ta 8683 puana inmiştir. (Erçel, 2003).

Şekil 1. Yıllar İtibarı ile Sıcak Para Hareketleri



Kaynak: (Kar ve Kara, 1995)

Kriz öncesinde ve kriz döneminde, kısa vadeli yabancı sermaye giriş ve çıkışları, krizin oluşumunda ve gelişiminde etkin rol üstlenmiştir. Kriz öncesindeki ilk on ay içerisinde, döviz kuru çapasının inandırıcılığı ve sıcak para (kısa vadeli sermaye) için pozitif arbitraj getirisinin, düşen faizlere rağmen devam etmesi sonucu, net yabancı sermaye girişleri artmış ve 15,2 milyar dolara ulaşmıştır. Bunun 14,2 milyar dolarlık kısmı ise, borç artıran yabancı sermaye girişleri şeklinde gerçekleşmiştir. Döviz kuru hedeflerinin gerçekleştirilemeyeceğini ve cari açığın arttığını gören yabancı yatırımcılar, ülkeyi terk etmiş; 2000 Kasım'dan, 2001 Haziran'a kadar olan dönemde 10,4 milyar dolar net sermaye çıkışı yaşanmıştır. Giriş yapan 15,2 milyar dolarla, çıkış yapan -10,4 milyar dolar arasındaki fark da, ekonominin yabancı sermaye hareketleri nedeni ile karşılaştığı şoku anlatmaktadır. (Somçağ, 2006).

Sermaye hesabının serbestleşmesi birçok problemi de beraberinde getirmiştir. Finansal piyasaların tam anlamıyla düzenlenmemiş olması piyasadaki kırılganlığı artırmıştır. Finansal piyasada kamu sektörünün payı yükselmiş, ticari bankalar kamu menkul değerlerinin en büyük kullanıcısı olmuştur. Yüksek faiz oranı

ve arbitraj kısa vadeli sermaye hareketlerini hızlandırmış ve ekonomiyi istikrarsızlığa sürüklemiştir. Devlet tahvilleri ve hisse senetlerinin neden olduğu yüksek faiz oranları rantiyer bir ekonomi oluşturmuş ve ekonomik faaliyetleri reel sektörden finansal sektöre yönlendirmiştir. Yatırımların bileşimi ticaret dışı mallara kaymış ve üretim dışı alanlara yatırım yapılmaya başlanmıştır. (Arın, 2003)

2.3. Türkiye’de Doğrudan ve Dolaylı Yatırımlar

Türkiye ekonomisi 1997 yılında Güneydoğu Asya’da başlayan ve 1998 Rusya Krizi’yle genişleyen uluslararası krizden de olumsuz olarak etkilenmiştir. Bu durum devam ederken sanayinin gelişmiş olduğu Marmara Bölgesi’nde 17 Ağustos depreminin yaşanması, yabancı sermaye girişini de asgari düzeye indirmiştir. Tüm bu olumsuz gelişmeler sonucunda Türkiye ekonomisi 1999 yılında tarihinin en büyük küçülmesini yaşamış ve GSMH % 6,4 oranında gerilemiştir (Karluk,1999).

2001 yılı Şubat ayındaki krizde ise mali piyasalar iç ve dış zorluklarla karşı karşıyaydı. Bu krizde hem yabancılardan hem de yerleşiklerden döviz karşılığı yoğun bir talep vardı. Bu nedenle Merkez Bankası'nın rezervleri bir haftada ilk krizdekine yakın bir değere düştü. Aynı zamanda TL’ye talepte aşırı bir artış oldu ve gecelik faiz %6000'in üstüne çıktı. Fakat döviz üzerindeki baskının yok edilememesi sonucu Merkez Bankası 21 Şubat gecesi döviz kurlarının dalgalanmaya bırakıldığını açıkladı. Doların paritesi 680 bin liradan 1milyon liraya ulaştı (Kandiller, 2001).

Tablo 2: 2000/2001 Krizi Öncesinde ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri

	Kriz Öncesi: Ocak 2000-Ekim 2000	Kriz Dönemi: Kasım 2000- Haziran 2001
Yabancı Kökenli Sıcak Para	4204	-10984
*Portföy, menkul değer	835	-8586
*Yerli bankalara kısa vadeli kredi	3639	-1688
*Diğer kısa vadeli krediler(a)	84	224
*Mevduat ve diğer yükümlülükler	-354	-934
Yerli Kökenli Sıcak Para	-3498	-1012
*Portföy, menkul değer	-730	949
*Yerli bankalardan kısa vadeli kredi	59	-44
*Diğer kısa vadeli varlıklar(b)	-277	-234
*Kayıt-dışı	-2550	-1683

Kaynak: (www.tcmb.gov.tr, 2003)

Notlar: (a) Yabancılarca açılan ticari krediler ve kısa vadeli resmi borçlanmalar içerilmemiştir.

(b) Yerli aktörlerce açılan ticari krediler içerildiği için "sıcak olmayan" ögeler içermektedir.

Tablodan da anlaşılacağı üzere kriz döneminde özellikle yabancı kökenli portföy yatırımlarında ciddi bir çözülme gerçekleşmiştir. Tabloda kriz öncesi dönemde yabancıların satın aldıkları tahvil miktarı “sıcak para” olarak değerlendirilmediğinden hesaba katılmamış ancak tahvillerin ikincil piyasada alınıp satılması kısa vadeli sıcak unsur haline gelmelerine yol açmış ve kriz döneminde bu unsurların çözülerek yurdu terk etmesi hesaba katılmıştır.

Görülüyor ki uzun vadeli portföy yatırımı olarak yurda giren sermaye de kriz dönemlerinde sıcak paraya dönüşüp yurdu terk edebilmektedir. Ancak yine de uzun vadeli portföy yatırımlarında büyük hacimli satışların portföyün değerini düşürerek yeni satış özentisini azaltacağı açıktır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde ise sermaye akışkanlığı kabiliyeti daha yüksektir. Örneğin haftalık repoya yatırılan fonların bu tür bir kaygısı yoktur.

Yukarıdaki tablonun ortaya çıkardığı sonuca göre 2001 krizinde ciddi bir sıcak para çıkışı yaşanmıştır. Bu sermaye kaçışı krizin sebebi olduğu kadar sonucu ve katalizörü olarak da değerlendirilebilir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı geliştirmekte olan ülkelere yönelik en istikrarlı ve en önemli uluslar arası sermaye akışı haline gelmiştir. Özellikle cari açığın kalıcı bir şekilde finansmanı açısından Türkiye'nin özellikle bu tip yatırımları ülkeye çekmesi gerekmektedir. (Selek, 2009)

Özellikle 2001 yılından sonra sabit kur rejiminin bırakılıp, yabancı sermaye girişleri ile cari açığın finansmanı politikasını benimseyen Türkiye ekonomisinin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını özendirilmesi gerekmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar; 1980'lerin başından itibaren giderek önem kazanmış, gelişmiş ve geliştirmekte olan birçok ülkenin ilgi odağı haline gelmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar, özellikle 1990'ların başından itibaren geliştirmekte olan ülkeler için “kalkınmanın motoru” olarak genel kabul görmüştür. Bu dönemde, doğrudan yabancı yatırımlar, dünya üretimi ve ticaretinden daha hızlı artmıştır. Günümüzde doğrudan yabancı yatırımların dünya genelindeki hacmi önemli düzeylere ulaşmıştır.

Küresel düzeyde doğrudan yabancı yatırımlar, 2006 yılında 1,306 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiş, 2007 yılında ise 1,833 milyar dolara yükselmiştir. 2007 yılının ikinci yarısında başlayan küresel finansal krize rağmen, 2007 yılında hem gelişmiş, hem geliştirmekte olan, hem de geçiş ekonomilerine yönelik doğrudan yabancı yatırım girişlerinde artış yaşanmıştır (UNCTAD, 2008).

Doğrudan yabancı yatırımlar, kuşkusuz Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için çok önemlidir. Ekonomiye sağladığı katkılar nedeniyle günümüzde birçok ülke, özellikle de gelişmekte olan ülkeler arasında doğrudan yabancı sermaye çekme yarışı yaşanmaktadır. Üstelik bu yarışta giderek artan dozda bir rekabet de söz konusudur. Bu çerçevede, gelişmekte olan ülkeler, bir yandan yatırım ortamlarını yabancı yatırımlar için daha cazip bir hale getirebilmek amacıyla önemli politika değişikliklerine gitmekte, diğer yandan da ilgili mevzuatlarını mümkün olduğu kadar basitleştirmeye çalışmaktadırlar. Daha çok yabancı yatırım çekmek için yapılan düzenleme ve değişikliklerin, yabancı yatırımcılar kadar, yerli girişimciler için de destekleyici ve teşvik edici olduğu açıktır. Uzun yıllar istenilen düzeyin çok altında doğrudan yabancı sermaye çeken Türkiye, son yıllarda bu alanda oldukça başarılı bir performans göstermiştir. Son yıllardaki artışa rağmen, Türkiye'nin doğrudan yabancı yatırım çekme performansının hala potansiyelinin altında olduğu söylenebilir. Hedefin büyütülmesi ve alınacak tedbirlerle, bugüne kadar potansiyelin altında kalan performansın yükseltilmesi elbette mümkündür. Bunun yolunun; yatırım ortamının iyileştirilmesinden, yatırımların önündeki engellerin kaldırılmasından ve yabancı yatırımları teşvik edici düzenlemelerin yapılmasından geçtiği söylenebilir. Hiç kuşku yok ki, Türkiye, yatırım ortamının iyileştirilmesi konusunda son yıllarda önemli ilerlemeler kaydetmiştir. Fakat buna rağmen, yatırım ortamının iyileştirilmesi konusunda Türkiye'nin atması gereken önemli adımlar hala vardır.

2010 yılı Haziran ayında 531 milyon ABD Doları düzeyinde uluslararası doğrudan yatırım girişi (fiili giriş/net) gerçekleşmiştir. (Tablo-1)

Tablodan-3 de görüleceği üzere uluslararası doğrudan yatırım ülkeye geldikçe çıkış hemen hemen hiç olmamaktadır.

Özellikle cari açığın finansmanı, ülkemize yaptığı istihdam katkıları da göz önünde tutulursa doğrudan yapılan yabancı yatırımların sıcak para girişlerine oranla sağlıklı büyümeye çok daha fazla olumlu etkisi bulunmaktadır.

Tablo 3- Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişi Bileşenleri – 2010Aylık

	(Milyon \$)					
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran
Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Toplam (Net)	422	488	521	830	430	531
Uluslararası Doğrudan Sermaye	272	336	317	566	122	187
Sermaye (Net)	263	309	295	434	131	202
Giriş	264	310	296	436	135	203
Çıkış	-1	-1	-1	-2	-4	-1
Diğer Sermaye*	9	27	22	132	-9	-15
Gayrimenkul (Net)	150	152	204	264	308	344

* Uluslararası Sermayeli Firmaların Yabancı Ortaklarından Aldıkları Kredi Geçici Veriler Kaynak: T.C. Merkez Bankası

Uluslararası yatırımcıların Türkiye'deki yeni veya mevcut şirketleri ile iştirak ettikleri yerli sermayeli şirketlerdeki ortaklık paylarına ilişkin transferleri içeren sermaye girişi, 2010 Haziran ayında 203 milyon ABD Doları düzeyinde gerçekleşmiştir.Sermaye girişinin; 59 milyon doları mali aracı kuruluşların faaliyetlerinden gelmiştir. (Tablo-3).

Tablo 4- Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Sektörlere Göre Dağılımı (2010 Aylık)

Sektörler	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran
Tarım, Avcılık ve Ormancılık	1	0	6	3	74	0
Balıkçılık	0	0	0	0	0	0
Madencilik ve Taşocakçılığı	55	2	1	17	3	3
İmalat Sanayi	18	156	93	33	37	38
Gıda Ürünleri, İçecek Ve Türün İmalatı	1	4	3	8	13	3
Tekstil Ürünleri İmalatı	1	2	5	1	2	2
Kimyasal Madde ve Ürünlerin İmalatı	1	11	13	1	3	0
B.Y.S Makine ve Teçhizat İmalatı	1	0	4	1	1	0
Elektrikli Opak Aletler İmalatı	0	4	0	0	3	5
Motorlu Kara Taşıtı, Römork ve Yarı Römork İmalatı	1	1	6	1	1	11
Diğer İmalat	13	134	62	21	14	17
Elektrik Gaz ve Su	17	18	19	311	18	41
İnşaat	40	61	69	16	12	5
Toptan ve Perakende ve Depolama Hizmetleri	28	28	24	12	17	14
Oteller ve Lokantalar	0	0	0	1	0	6
Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Hizmetleri	4	7	48	5	1	3
Mali Aracı Kuruluşların Faaliyetleri	52	30	17	18	31	59
Gayrimenkul Kiralama ve İş Faaliyetleri	32	6	9	12	10	8
Sağlık İşleri ve Sosyal Hizmetler	1		0	0	0	0
Diğer Toplumsal, Sosyal ve Kişisel Hizmet Faaliyetleri	16	2	10	8	2	26
Toplam	264	310	296	436	133	203

Geçici Veriler Kaynak: T.C. Merkez Bankası

203 milyon dolar olan nakit sermaye girişinin; 161 milyon dolarlık bölümü AB ülkeleri kaynaklıdır (Tablo-4).

Tablo 5- Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Ülkelere Göre Dağılımı –(2010 Aylık)

Ülke	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran
AB Ülkeleri	169	258	248	396	88	161
Almanya	7	12	18	16	13	44
Fransa	17	135	49	19	15	1
Hollanda	72	17	17	12	15	39
İngiltere	8	36	69	5	13	2
İtalya	4	2	2	2	3	6
Diğer AB Ülkeleri	61	56	93	341	29	69
Diğer Avrupa Ülkeleri (AB Hariç)	3	12	8	21	4	2
Afrika Ülkeleri	0	0	0	0	0	0
A.B.D.	4	21	8	6	16	25
Kanada	54	0	0	0	0	0
Orta – Güney Amerika ve Karayipler	0	0	0	0	0	4
Asya	34	19	32	13	27	11
Yakın ve Orta Doğu Ülkeleri	33	12	22	12	20	10
Körfez Ülkeleri	32	7	13	11	19	9
Diğer Yakın ve Ortadoğu Ülkeleri	1	2	4	1	0	2
Diğer Asya Ülkeleri	1	7	10	1	8	0
Diğer Ülkeler	0	1	0	0	0	0
Toplam	264	310	296	436	135	203

Geçici Veriler Kaynak: T.C. Merkez Bankası

2010 yılı Ocak-Haziran döneminde net doğrudan uluslararası yatırım girişi (fiili giriş), 3.222 milyon ABD doları düzeyinde gerçekleşmiştir. (Tablo5).

Uluslararası doğrudan yatırım girişleri kaleminde yer alan sermaye girişi 2010 yılının ilk altı ayında toplam 1.644 milyon ABD dolarına ulaşmıştır (Tablo-5)

Tablo 6 : Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişi Bileşenleri - (2009 -2010/Haziran)

	Ocak-Haziran		% Değişim
	2009	2010	
Uluslararası Doğrudan Yatırımlar (Net)	4,270	3,222	-24,5
Uluslararası Doğrudan Sermaye	3,494	1,800	-48,5
Sermaye (Net)	3,238	1,634	-49,5
Giriş	3,245	1,644	-49,3
Çıkış	-7	-10	-
Diğer Sermaye*	256	166	-35,2
Gayrimenkul (Net)	776	1,422	83,2

* Uluslararası Sermayeli Firmaların Yabancı Ortaklarından Aldıkları Kredi

Geçici Veriler Kaynak: T.C. Merkez Bankası

25.055 adet uluslararası sermayeli firmanın illere göre dağılımına bakıldığında; İstanbul ilinin 13.613 adet ile birinci sırada yer aldığı görülmektedir. İstanbul ilini Antalya (3.097 adet), Ankara (1.685 adet) ve İzmir (1.497 adet) illeri takip etmektedir (Tablo 6).

Tablo 7- Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Sayılarının İllere Göre Dağılımı

İl	Şirket sayısı (1954-2010/ Haziran)
İstanbul	13,613
Antalya	3,097
Ankara	1,685
İzmir	1,497
Muğla	1,368
Bursa	494
Aydın	432
Mersin	418
Kocaeli	295
Adana	184
Diğer iller	1,972
Toplam	25,055

Geçici Veriler Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Sermaye, üretimin en önemli girdilerinden biridir ve özellikle gelişmekte olan ülkeler için işgücüne göre bulunması daha zor olan bir faktördür. Ekonomik büyümeyi artırabilmek için gerekli olan sermayenin öncelikle yurt içi kaynaklarla finanse edilmesi gerekmektedir. Ancak gelir düşüklüğü ve tasarruf yetersizliği nedeniyle ortaya çıkan açık, doğrudan ve dolaylı yabancı yatırımlarla kapatılmaya çalışılmaktadır. Bu nedenle günümüzde ülkelerin milli gelir ölçümünde, gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH) temel gösterge olarak alınmaktadır. Çünkü GSYİH, bir ülkede bir yılda yerli ve yabancılar tarafından gerçekleştirilen mal ve hizmet üretiminin piyasa değerleri toplamıdır. Sonuç olarak DYY'nin, ulusal geliri ve dolayısıyla tasarruf oranı düşük olan ülkelerde, ulusal tasarruf açığını kapatmak için vazgeçilmez bir araç olduğu düşünülmektedir. Emek-yoğun üretim yönteminden, sermaye ve bilgi teknolojisi-yoğun üretim tekniğine hızlı bir geçiş yapmaya uğraşan ülkelerin, ulusal sermaye açığını kapatmak için yabancı sermaye ve teknoloji girişine olan gereksinimleri her geçen gün artış göstermektedir. Bu süreçte işgücü hareketliliği yerine sermayenin hareketliliği ortaya çıkmakta ve üretimin belli aşamaları çoğunlukla işgücü maliyetlerinin düşük olduğu bölgelerde yapılmaktadır.

Ekonomi teorisinde DYY ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu kabul edilmektedir. Neo-klasik büyüme modeline göre DYY, toplam yatırımların miktarını ve etkinliğini artırarak ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunmaktadır. İçsel büyüme modellerinde ise, DYY yatırımlarının teknolojiyi gelişmiş ülkeden bunu kabul eden ülkeye doğru yaygınlaştırarak ekonomik büyümeyi artırdığı savunulmaktadır. DYY'nin gelişmekte olan ülkelere etkisi aşağıdaki gibi özetlenebilir (UNCTAD, 1999)

- DYY, ekonomik büyüme için gerekli olan ve yetersiz kalan tasarruf ve yatırımların finansmanına yardımcı olmaktadır.
- DYY sağlayan uluslararası şirketler, ev sahibi ülkeye kullandıkları modern teknolojiyi getirmektedirler. Böylelikle üretimde verimlilik ve rekabet artışı, teknolojik yenilikler, bilgi ve beceri düzeyinde ilerlemeler ortaya çıkabilmektedir. Buna karşılık yapılan araştırmalar göstermiştir ki, bu olumlu etkilerin ortaya çıkabilmesi işgücünün verimlilik düzeyi, diğer bir deyişle beşeri sermaye birikimiyle yakından ilgilidir. İleri teknolojiye dayalı yatırımlardan yarar sağlayanlar, ancak belli bir eşiği aşabilmiş olan ülkelerdir.
- DYY, ev sahibi ülkenin yalnızca yerli sanayide ilerlemeye neden olmamakta, aynı zamanda uluslararası rekabete açılabilmesini sağlamaktadır. Teknolojik ilerleme, ölçek ekonomisi, piyasa bilgisinin yükselmesi ve rekabetin güçlenmesi ülkenin ihracat gelirlerini de yükseltebilmektedir. Yine burada küçük ölçekte faaliyette bulunan yerli sanayinin yaygın olması bir dezavantaj yaratabilir. Büyük ölçekli yabancı yatırımcı eksik rekabete ve küçük sanayicinin ortadan kalkmasına yol açabilir.
- DYY sağlayan uluslararası şirketler, yaptıkları yatırımla istihdam yaratmakta ve çalışanların yüksek düzeyde bilgi ve beceri birikimine ulaşmalarını sağlamaktadır. Uzun dönemde ise teknolojik yenilik geliştirebilecek işgücü kapasitesinin yükselmesine ve istihdamın sürekliliğine yol açabilmektedir. Ancak bu noktada, ev sahibi ülkedeki sosyal güvenlik sisteminin iyi işlemesi hayati önem taşımaktadır.
- Uluslararası şirketlerin, çevrenin korunmasıyla ilgili standartlara uyum gösterdiği ve temiz teknoloji kullandığı kabul edilmektedir. Uygulamada ise bazı aksaklıkların ortaya çıkabildiği ve uluslararası şirketlerin çevre politikaları zayıf olan ülkelerde çevresel damping arattığı görülebilmektedir (Walther, 2002).

Ekonomi teorisindeki genel kabule göre DYY'nin ekonomik büyümeye pozitif etkisi vardır. Buna karşılık uygulamalı çalışmalar göz önüne alındığında bazı çalışmalarda bu pozitif etkiyi destekler yönde sonuçlara ulaşıldığı, bazı çalışmalarda ise bu pozitif etkinin kesin olmadığı görülmektedir. Vu ve Noy (2008) altı OECD ülkesini kapsayan bir analiz gerçekleştirmişler ve DYY'nin hem doğrudan hem de işgücü ile etkileşimi sonucu dolaylı olarak ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği

sonucuna ulaşmışlardır. Razin (2002), 64 ülke üzerine yapmış olduğu analizlerde DYY'nin finansal yatırımlara oranla, hem sermaye birikimi hem de ekonomik büyüme üzerinde daha önemli bir etki yaptığını bulmuştur. Yang (2002) ise 9 ülke üzerine yaptığı karşılaştırmalı analizde dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının örneğe dahil edilen bütün ülkelerin sermaye oluşumunu olumlu etkilediğini bulurken, finansal sermaye hareketlerinin sermaye birikimi ve ekonomik büyüme üzerinde net bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

İhracat rakamlarının yıllar itibarıyla ithalat rakamlarından daha az olması nedeniyle ödemler dengesinde döviz açığı giderek artmaktadır. Bu nedenle Türkiye'nin bu döviz açığını kapatması için doğrudan ve dolaylı yatırımlara ihtiyacı doğmaktadır. Fakat dolaylı yatırımlar sağlıklı finansal sistemlere ihtiyaç duyduğu için kısa vadede piyasadan ani çıkış özelliklerinden ötürü Türkiye ekonomisinde döviz fiyatlarının artışına, özellikle döviz cinsinden borçlanan ülkemizde, borçlanma maliyetini arttırarak finansal krizlere sebebiyet vermektedir.

Tablo 8. 2009 ve 2010 Yılı Dış Ticaret Dengesi

Yıl	İhracat	İthalat	Dış Ticaret Dengesi
2001	38.770.187.935	50.550.213.196	-11.780.025.261
2002	54.621.624.134	78.389.702.304	-23.768.078.170
2003	70.369.503.260	103.424.769.215	-33.055.265.955
2004	90.327.455.811	139.676.715.228	-49.349.259.417
2005	99.039.094.220	157.380.960.959	-58.341.866.739
2006	123.341.871.421	201.077.837.705	-77.735.966.284
2007	139.340.197.147	221.028.769.269	-81.688.572.122
2008	170.513.069.615	258.691.206.786	-88.178.137.171
2009	158.482.145.583	217.677.128.743	-59.194.983.160
2010	111.141.514.801	174.841.108.262	-63.699.593.461

Not: 2010 (8 aylıktır) ve 2009 verileri geçicidir. (TÜİK, 2010)

Doğrudan yatırımlar ise geldikleri ülkeye teknoloji transferi sağlama, bilgi getirme, insana yatırım yapma gibi faydalar sağladığından Türkiye'nin yerel sermaye piyasalarının gelişimine bulunurlar.

Doğrudan yatırımlar, ihracatta artışı, üretim maliyetlerinde düşüşü ya da üretimde verimlilik artışını hedefledikleri için yatırımları uzun vadeli. Bu açıdan bakıldığında döviz açığı olan Türkiye'nin ödemeler dengesinde ki bozulmayı bertaraf edebilmesi için doğrudan yatırımları özendirilmesi ve kalıcı olması için gerekli olan siyasi istikrarın sağlanması gerekmektedir.

Burada tehlikeli olan unsur dolaylı yatırımların ülkeden ani çıkışlarıdır. Ülkemizde döviz açığının dolaylı yatırımlarla kapatılması için ülkemizde yüksek

faiz, düşük kur politikasına dayalı büyüme modeli belirlenmiş yabancı yatırımcıların yatırımlarını arttırmaları için ülkemiz borsa kazançlarından muaf tutulmuşlardır.

Sıcak paranın ülkemize girişini cazip kılmak için politikalar izleyen hükümetimiz, bu sıcak paranın ani çıkışları için herhangi bir düzenlemeye gitmemiştir. Hâlbuki bu sıcak paranın ülkeye girmesi için uygulanan yüksek faiz, düşük kur politikası banka ve özel sektörün döviz cinsinden borçlanmasını cazip kılmıştır. Yüksek döviz borcu olan ülkelerde sıcak paranın ani çıkışı, döviz fiyatlarının artmasına dolayısıyla döviz olarak borçlanan mali ve reel piyasaların sıkıntıya girmesine neden olmakta, hatta İzlanda gibi özel kesim kredilerinin GSYİH' nın %372 sini oluşturduğu ülkelerde iflaslara neden olmaktadır.

Şimdi konuyu genel olarak değerlendirecek olursak; ülkemiz 1960'lerden bu yana yılda ortalama %5 büyümektedir. Bazı dönemlerdeki küçük ya da büyük krizler, büyümenin enflasyonun gölgesinde kalması, küreselleşen dünyadaki krizlerin Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkileri vb. sebeplerle kalkınmamız, refahımız yeterli düzeye, daha doğrusu çok düşük seviyede kalmamıza neden olmuştur.

Aslında %5 yıllık büyüme hiçte küçümsenmeyecek bir rakamdır. Ama yukarıda saydığımız sebepler ve gelişmekte olan bir ülke için yani Türkiye için yetmemektedir. Büyümenin 2 şekli vardır. Birincisi tasarrufları arttırıp, yatırımı da dolayısıyla arttırmak ve ekonomik büyümeyi sağlamaktır. Bunu sağlamak ise büyük bir tasarruf potansiyelinin olması, yani gelirin harcanmayan kısmının çok fazla olması gerekir ki böyle bir imkânımız yoktur ya da çok kısıtlıdır. Büyümeyi sağlamak için genellikle; üretimi ve tüketimi arttırmak, ihracatı arttırmak için TL değeriyle oynanması ya da döviz kurlarıyla oynanması şeklindedir. Fakat bu uygulamaların ters etkileri düşünülmeden yapıldığı için genellikle ya kriz ya da yüksek enflasyon sonuçlanmıştır.

İkincisi ise yabancı sermayedir. Son yıllarda Türkiye'de yabancı sermaye konusunda önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Ancak yeterli olmadığı gibi izin verilen doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile reel yani gerçekleşen yabancı yatırım arasında farklar vardır. Bunun sebebi kesinlikle ekonomik istikrarsızlıktır. Zaten dünyada dolanımda olan yabancı sermaye sahipleri özellikle ekonomik istikrara önem vermektedir. İstikrarın sağlanması demek yabancı sermaye girişi ile birlikte istihdam, üretimin artması, ihracatın artması, devletin gelir elde etmesi, işsizlerin yaşam standartlarının yükselmesi; dolayısıyla toplum refahının artması ve ulusal

endüstride tekelleşmeyi önlemesi, kalite standartlarının artması ve kalite yönünden uluslar arası piyasada rekabet gücünün artması gibi toptan iyimser rakamlar oluşturabilir.

Bir başka konuya değinmek gerekirse Türkiye'den daha istikrarsız, ekonomileri daha bozuk ülkeler, bizden kat kat daha fazla yabancı sermaye çekmektedirler. Bu konuda Türkiye'nin dikkat etmesi gereken iki önemli nokta vardır.

Yabancı sermaye girişleri ile ilgili konunun, eğer yasalar işlevini kaybetmişse köklü bir yapısal değişim gerçekleşmeli veya konular iyiye; her iki durumda da ikide bir de değişikliğe uğramaması yani istikrarlı olması.

Yabancı sermaye mevzuatının devamlı devlet kontrolünde olması yani uluslar arası değişikliklere hemen ayak uydurması gerekir. Yani tüketim ve yatırım için kullanabilecek mallar ve hizmetler yabancı sermaye miktarınca artmaktadır. Bu bakımdan, yabancı sermaye girerken ülkeye genişlik ve rahatlık getirir; çünkü bu sayede o ülkenin yurt içi üretiminden daha fazlası tüketim ve yatırım ihtiyaçları için kullanılabilir. (Bulutoğlu, 1970).

2.4. Portföy Hareketlerinin Kontrolü

Özellikle gelişmekte olan ülkeler sermayenin başka ülkelere kaçmasının yaratacağı olumsuz etkilerin önlenmesi amacıyla sermaye hareketlerinin kontrolü için çeşitli yöntemlere başvurmuşlardır. Çünkü özellikle portföy yatırımı şeklinde olan kısa vadeli sermaye hareketleri yüksek enflasyona sahip ve parası yeterince güçlü olmayan ülkelere daha güçlü ve istikrarlı ekonomilere doğru yönelir. (Özçelik ve Apak 2006)

Portföy yatırımının ülkeye girişi ne kadar kolaysa, riski gördüğü anda ülkeden kaçması, ya da derhal ülkeyi terk etmesi de o kadar kolaydır. Özellikle bazı işlemlerin elektronik ortamda gerçekleştiğini düşünürsek, ülkeye giriş ve çıkış süresi dakikalarla ifade edilmektedir (Tiryakioğlu, 2000).

Portföy yatırımlarının sınırlandırılması konusunda önerilen bir yöntem "ilgili" (relational) yatırımcı tipinin yaratılmasıdır. Bu yatırımcılar doğrudan yatırımcılar gibi uzun vadeli alım yaparlar ve yatırımlarını hemen elden çıkarmazlar. Bu haliyle en küçük belirsizlik anında ülkeyi terk eden portföy yatırımcılarına benzemezler. Uzun vadeli yatırımlarına karşın yatırım yaptıkları kuruluşta kontrol

amacı gütmemeleri de doğrudan yatırımcılardan onları ayırmaktadır. Bu haliyle relational yatırımcılar gelişmekte olan ülkelerin ekonomik egemenliklerini korumalarına ve işleri üzerinde kontrol sağlamalarına yardımcı olmaktadır. Bu tür yatırımlara en iyi örnek venture yatırımlardır. Bu özel tür yatırımda halka açık olmayan hisse senetleri alınmakta ve ülkeden kısa sürede çıkılmamaktadır. Böylece portföy yatırımlarındaki hızlı değişimler bu şekilde istikrara kavuşturulmaktadır. (Tiryakioğlu, 2000).

2.5. Venture Yatırımlar (Risk Sermayesi)

Büyümek isteyen küçük ve orta büyüklükteki bir işletmenin hedeflerine ulaşabilmesi için sermayedarı tarafından, bu işletmede küçük bir paya ya da ileride böyle bir hisseye sahip olma imkânı verecek, geri alınması mümkün olmayan bir hakka sahip olarak öz kaynak veya öz kaynak benzeri yatırıma **Venture Capital** denilmektedir. Kısaca finansman ya da proje için sermaye arayan girişimcilere, yeni fikirleri ve riski almaya hazır sermayedarların buluşması şeklinde ifade edilebilir. (www.kobifinans.com)

Risk sermayesi, kredi ile iş kurmanın mümkün olamadığı durumlarda, özellikle teknoloji alanında dev projelerin elinden tutan finansman kaynağı olmuştur.

Risk sermayesinin faydaları:

- Yeni ve yüksek büyüme ve karlılık potansiyeli gösteren projelere yatırım yapar
- Hisse senedi satın alır (borsa değil)
- Ürün ve hizmet üretimine yardımcı olur
- Uzun dönemli düşünür

Risk sermayesi uzun vadeli bir portföy yatırımı olarak değerlendirilebilir. Cari açığın finansmanında, kısa vadeli yabancı portföy yatırımlarından ziyade risk sermayesini özendirici politikalar izlenmesi ülkemizin kırılğan yapısının düzelmesine ve daha sağlıklı ödemeler bilançosuna sahip olunmasını sağlayacaktır. (www.kobifinans.com)

2.6. Türkiye'ye Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Çekilebilmesi

Türkiye' nin ödemeler dengesi açığını kapatmak için dolaylı yabancı sermaye yatırımları değil de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını ülkeye çekmesi gerekmektedir. Yabancı yatırımcıların ülkemizden beklentileri şu şekilde sıralanabilir: (Hepkula, 1998).

- İstikrarlı ve güvenli siyasi ortam,
- Dış ticaret hacmi, faiz uygulamaları ve tüketim gibi konularda daha çok bilgilendirilmek,
- Yüksek büyüme hızı ve güçlü bir özel sektör,
- Fon transferlerinde tam bir serbesti,
- Minimum bürokratik işlemler
- Ekonomik Entegrasyona Üyelik
- Özelleştirme Politikası
- Maksimum vergi muafiyeti, uluslar arası muhasebe standartlarında raporlama ve mukayese edebilme imkanı, diğer gelişmiş ülkelerdeki şirketlerin bilançolarıyla mukayese edebilir bir sistem oluşmasını ve gelişmiş bir dış denetimin olmasını,
- Kapsamlı bir sermaye piyasası mevzuatının ve güçlü düzenleme ve denetleme organlarının oluşmasını ayrıca güçlü yerli kurumsal yatırımcıların varlığını aramaktadırlar.

Tablo 9. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Etkilendiği Faktörler

Faktör Grupları	Ev Sahibi Ülkelerdeki Belirleyiciler	
I. Politik Faktörler	<ul style="list-style-type: none"> • Ekonomik, politik ve sosyal istikrar, • Yabancı yatırımlara ilişkin uluslararası anlaşmalar, • Vergi politikası, • Ticaret politikası, ticaret politikası ve DYS yatırımlarının tutarlılığı, • Özelleştirme politikası, • Piyasaların yapısı ve işleyişine ilişkin politikalar (özellikle; rekabet ve şirket satın ve birleşme politikaları), • Yabancı iştiraklerin anlaşma standartları. 	
II. Yatırım Ortamına İlişkin Faktörler	<ul style="list-style-type: none"> • Yatırımların promosyonu (imaj yaratılması, ülkenin pazarlanması vb.) • Yatırım teşvikleri • Maliyetler (rüşvet, bürokratik etkinlik vb) • Yatırım sonrası hizmetler • (Yaşam kalitesi vb.) Sosyal etkenler 	
Yatırım Stratejileri Faktörler	Pazara yönelme	<ul style="list-style-type: none"> • Pazar büyüklüğü ve kişi başına milli gelir. • Piyasanın büyümesi. • Bölgesel ve global piyasalara giriş imkanları. • Tüketici tercihleri. • Piyasaların yapısı.

Tablo 9. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Etkilendiği Faktörler (Devamı)

III.Ekonomik Faktörler	Kaynağa/stratejik varlığa yönelme	<ul style="list-style-type: none"> • Hammaddeler • Düşük ücretli vasıfsız işgücü • Vasıflı işgücü • Fiziki altyapı (havaalanları, enerji, yollar ve telekomünikasyon) • AR-GE • Teknolojik, yenilikçi ve diğer yaratılmış varlıklar (markalar vb.)
	Etkinliğe yönelme	<ul style="list-style-type: none"> • Kaynakların/varlıkların maliyeti ve işgücünün verimliliği • Diğer girdilerin maliyeti (iletişim, ara mallar,) • Bölgesel entegrasyon anlaşmasına üyelik, ölçek ekonomisi.

Kaynak: Gövdere, Bekir; “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicilerinin Günümüzde Geçerliliği”

http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/yab_ser.doc. (20.09.2007)

İdari prosedürler ve işlemler de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının gelişmekte olan ülkelere çekilmesinde önemlidir. Bu tür işlemlerin fazla vakit alması ve bürokrasi, yabancı yatırımcılar için önemli bir giriş engeli oluşturabilir. Örneğin Gana ve Uganda’ da bir tesisi kurmak ve faaliyete geçirmek ortalama 2 yılı, Tanzanya’ da 18 ayı alırken, bu süre Malezya için 6 aydır. (Dirk, 2001).

Ulusötesi bir şirket yatırım başvurusunun onaylanması için Singapur’ da en fazla üç hafta beklerken, bu süre gelişmekte olan ülkelerin çoğunda altı aydan az değildir. (Marcus, 1999).

Dolayısıyla, etkin ve hızlı işleyen bir idari süreç Singapur’ a yabancı sermaye yatırımı çekmekte avantaj sağlamaktadır. Düşük vergileme, yabancı yatırımcılarla ikili vergi anlaşmaları gibi uygulamalar da yabancı yatırımlar üzerinde önemli bir rol oynamaktadır. Yabancı sermaye yatırımlarını çekmek için hükümetler arasında düşük vergileme rekabeti yaşanmaktadır.(Albayrak, 2002)

Yabancı sermaye açısından Türkiye’ nin durumunun özeti şu şekildedir.

Tablo 10 : Yabancı Sermaye Açısından Türkiye’ nin Avantaj ve Dezavantajları

DEZAVANTAJLARI	AVANTAJLARI
Siyasi ve Ekonomik İstikrarsızlık	Coğrafi Konum
Komşu Ülke Gerginlikleri ve Bölgesel Belirsizlikler	Nitelikli, Verimli ve Rekabet Edilebilir Maliyette Genç İşgücü
AB Uyum Sürecindeki Reformların Gecikmesi	Dinamik Ve Dışa Açık Ekonomi Ve Liberal Bir Yabancı Sermaye Mevzuatı
Kayıtdışı Ekonomi	Gelişmiş Ulaşım Ve İletişim Yapısı
Dış Tanıtımda Yetersizlikler	Yatırıma Açık Bir Özelleştirme
Reel Faiz Oranlarının Yüksekliği	GAP Projesi
Özel Sektör Yönetişim Eksiklikleri	Dünyadaki Önde Gelen Çok Uluslu Şirketlerin Varlığı
IMF İle Yola Devam Edilip Edilmeyeceği	Gümrük Birliği Üyeliği
2008 Küresel Kredi Krizi	MB Enflasyon Hedeflemesi Politikası

Kaynak: (Saatçioğlu, 2007)

Ülkemizde 2002-2007 yıllarındaki dönemde özelleştirme politikaları uygulanmış Türkiye' nin AB entegrasyonu sürecinde olması ve genel siyasi istikrar doğrudan yabancı yatırımların artmasını sağlamıştır. (Bknz. Tablo 6)

Fakat 2007 yılı sonlarında başlayan ve 2008 yılının ortalarına kadar devam eden siyasi belirsizlik ve Dünya genelinde yaşanan küresel kredi krizi doğrudan yabancı sermaye girişlerinin azalmasına sebep olmuştur. Türkiye' nin ABD' den kaynaklanan küresel kredi krizini aşması ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekebilmesi için zamana ihtiyacı vardır. Çünkü Dünya genelinde yaşanan bu kriz yabancı yatırımcıların yatırım kararlarını ertelemesine neden olmuştur.

2.7. 2008 Küresel Kredi Krizine Genel Bir Bakış

Gelişen özel sektör ve büyüyen bir borsa, portföy yatırımlarını cezbetmektedir. Gerçekten de uluslar arası faiz oranlarının düştüğü bir ortamda gelişmekte olan ülkelerin piyasalarındaki yüksek getiriler, bu ülkelerdeki piyasa alt yapısının giderek gelişiyor olması, portföy çeşitlendirmesi yapmak isteyen yabancı yatırımcıları kendine çekmiştir. Böylelikle finansal piyasaların serbestleşmesi ile birlikte uluslar arası sermaye akımları, mal akımlarından kopmuştur.(Ogun,1993)

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi kuralsızlığı da yanında getirmiştir. Sistem çok hızlı bir değişim içine girmiştir ve bankacılık sektörüne getirilen kurallar, mali sektöre yetmez olmuştur. Sektör o kuralların dışına taşmıştır. Ya da belki daha doğru bir ifadeyle sektör bu kuralların dışına taşacak enstrümanları hızla devreye sokmuştur. Bu gelişme mali sektörün hacminin reel sektöre göre misliyle büyümesine ve doğal olarak da risklerin artmasına yol açmıştır. 2000'lerin başından bu yana Dünya, yüzde 40 dolayında büyümüş durumdadır. Oysa varlıkların değerini ifade eden kâğıtların değeri üç, dört kat artmıştır. Bu uyumsuzluk büyük ölçüde kuralsızlıktan kaynaklanmıştır. Kurallara bağlı olan bankacılık sektörü, kredilerini bu oranda büyütememiştir ama onları paketleyip başka enstrümanlara büründürerek inanılmaz bir hacim yaratmayı başarmıştır. Sanal dünya ile reel dünya arasında bir uyumsuzluk olması normaldir. Ama bu uyumsuzluk bugünkü anormal boyuta ulaştığında sistem bunu taşıyamamaktadır. Değişim, kural koyucudan, düzenleyiciden çok daha hızlı gitmektedir. Öyle olunca da devlete eski modele dönüp dizginleri ele almak zorunda kalmaktadır. Kapitalizm gelişimi öngörüp

değişimler ortaya çıkmadan önce gereken düzenlemeyi yapamamaktadır. İçinde bulunduğumuz küresel kriz mali sektörle reel sektör arasındaki uyumsuzluğun artmasından çıkmıştır. Devlet müdahaleleri sonucunda biraz hafifletilmiştir. Tam çözülebilmesi mali sektörün biraz daha değer kaybetmesi ve reel sektöre biraz daha yaklaşmasına bağlı bulunmaktadır. (Eğilmez, 2008)

Bankaların temel çalışma prensipleri ve özellikle ellerinde tuttıkları rezervler, bankaların ekonomide üstlendikleri önemli bir fonksiyonu olan para yaratma olgusunu ortaya çıkarmıştır. Aslında bankalar halktan mevduat toplayarak ve topladıkları fonları kredi olarak vererek veya yatırımlarında kullanarak para yaratan kurumlardır. Bankalar tarafından kredi işlemleri sonucunda vadesiz mevduat şeklinde yaratılan bu paraya kaydi para adı verilir. ABD’ de yaratılan kaydi paranın geri dönüşümü düşük olan (subprime) konut kredisi olarak verilmesi ve bu konut kredilerine dayalı türev araçların ikincil piyasada işlem görmesi küresel kredi krizinin başlangıcını oluşturmaktadır. Konut kredilerinin geri ödenmemesi bankaların zararlar yazmasına ve böylelikle mali kesimden reel kesime aktarılan kredilerde aksama oluşmasına neden olarak reel piyasaların borçlanma maliyetlerini arttırmış ve önce ABD’ de daha sonra Avrupa’ da durgunluk tehlikesi yaratmıştır. Böylelikle kriz dolaylı olarak tüm dünyaya yayılmıştır. (Uyar, 2009)

“ABD de mortgage sektöründe başlayan ve kredi piyasasına, oradan da finansal sektörün tamamına reel ekonomiye ve dünyaya yayılmasıyla birlikte Türkiye küreselleşmenin negatif yönüyle karşı karşıya kalmıştır. Küresel kriz, Türkiye ekonomisini özellikle; büyüme, cari açık ve piyasalar başta olmak üzere birçok alanda olumsuz yönde etkileyecektir. Küresel krizin en çok etkileyeceği kesim reel kesim olacaktır. Türk reel sektörü dış talep daralmasıyla ile karşılaşacağı için 2006 yılından itibaren başlayan ekonomik büyüme hızı daha da yavaşlayacaktır.”(Cansızlar,2008)

2.8. Sermaye Çıkışları

1990’ların başında gelişmekte olan ekonomilere olan sermaye girişleri oldukça artmıştır. Asya ve Latin Amerika’nın gelişen ekonomileri 1990-94 arasındaki dönemde yaklaşık 670 milyar Dolarlık yabancı sermaye girişine sahne olmuşlardır (Calvo vd., 1996). Meksika krizi sonrasında bir düşüş yaşanmakla birlikte hemen ardından tekrar artış yaşanmıştır. Bu dönemde ayrıca portföy ve kısa vadeli fon akımlarının belirgin bir biçimde ağırlığının arttığı görülmüştür. 90’ların sonundaki krizle birlikte düşüş yaşayan akımlar 2000-2005 arasındaki altı yıllık sürede tekrar artarak 732 milyar Dolara ulaşmıştır (IMF, 2005).

90'ların gelişmekte olan gözde ekonomilerinde yaşanan finansal krizlerin dikkat çekici benzerlikleri vardır. Finansal kriz yaşayan ülkelerin hemen hepsinde gözlenen ortak özellik, yabancı kaynaklı ve kısa vadeli banka kaynaklı, kamu ve özel kesim borçlarının uluslararası rezervlerine oranının yüksek olmasıdır. Bu ülkelerin pek çoğu, gelişmiş ülkelerin sermaye kaynaklarına duyulan ihtiyaç nedeniyle finansal yapıları yeterince gelişmeden ve derinleşmeden mevcut finans piyasalarını dışa açmışlardır. Bunun sonucunda, ekonomilerin yüksek hacimli kısa vadeli borçlarına, uluslararası likit varlıkların göreceli olarak kıt olmasının da eşlik etmesiyle kırılabilirlik artmış ve bir güven krizi meydana gelmiştir. Daralan likiditenin sonucunda, sermaye bu ekonomileri terk etmiş, kaçınılmaz olarak birçoğu krizlerle baş başa kalmıştır (Rodrik ve Velasco, 1999).

Gelişmekte olan ekonomiler açısından, sermaye hareketlerine karşı alınacak olumlu veya olumsuz tavır belirleyecek olan, ülkenin içinde bulunduğu şartlar ve sermayenin geliş biçimidir. Gelişmekte olan ülke için sermaye girişi dışsal bir finansal şoktur. Sermaye gereksinimi büyük, borcu yüksek olan ülkeler için bu şok - özellikle kısa vadeli olması durumunda- ilk planda her ne kadar kurtarıcı gibi görünse de, şokun konjonktürel olması, iyileşmeyi yalnızca geçici kılacağı için bir risktir. Bundan dolayı, gelişmekte olan ülkelerin global faktörler nedeniyle ülkeye giren sermayenin belli bir dönem sonunda geri dönebileceği ihtimalini de hesaba katması gerekmektedir (Montiel ve Reinhart, 2001).

Sermayenin çıkış sürecinde, makroekonomik tedbirler alınması gerekirken, gerekli düzenlemelerin yapılmasında yetersiz kalınması veya gecikmeler yaşanması, belirsizliği daha da artırarak ülkelerin risk derecesinin oldukça yükselmesine yol açmaktadır. Bu durumda, büyüklüğü yüksek tutarlara ulaşan sermaye, gözde piyasalar olarak adlandırılan ve başlangıçta çok cazip yatırım olanakları sunan bu ekonomilerden uzaklaşmak tadır. Sermaye çıkışının ardından söz konusu ülkelerin uluslararası rezervleri çok düşük ve tehlikeli seviyelere gerileyerek, paralarının reel olarak aşırı değerlenmesini beraberinde getirmektedir. Bütün bunların sonucunda, sermaye çıkışlarının yaşandığı ekonomiler, değişen ölçülerde krizden etkilenmekte ve buna bağlı olarak da sabit döviz kuru uygulamasını bırakıp serbest döviz kuru politikasına geçmek zorunda kalmaktadır (Edwards, 2000).

Milesi-Ferrett ve Razin (1998), 1971-92 döneminde 86 ülkeye giren sermaye akımlarının ani dönüşleriyle ilgili çalışmalarında hem yerel hem de global faktörlerin sermaye çıkışlarında etkili olduğunu ortaya koymuşlardır. Söz konusu çalışmada,

ticaret-hadlerindeki kötüleşme, yüksek ABD faiz oranları ve gelişmekte olan ülkelere yönelen düşük resmi transferler, sermaye çıkışlarına sebep olan dışsal faktörler olarak ön plana çıkarken, yüksek cari açık, yüksek dış borç, ihracat ve ithalat toplamının Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)'ya oranının düşük olması, düşük miktardaki döviz rezervleri ve düşük orandaki imtiyazlı borçlar da sermaye çıkışına neden olan içsel faktörler olarak sıralanmaktadır.

Son olarak, krizler ve sermaye çıkışına ilişkin olarak Froot vd. (2001) ilginç bir bulgu sunmaktadır. Asya krizine dair çalışmalarında, uluslararası yatırımcıların kriz sırasında gelişmekte olan piyasaları terk etmediklerini rapor etmekte hatta gelişmekte olan piyasalarda Temmuz 1997-Temmuz 1998 arasında net hisse senedi alımı yaptıklarını belirtmektedirler.

2.9. Yerel ve Global Faktörlere İlişkin Literatür Bulguları

Sermaye akımlarını en çok hangi faktörün etkilediği veya sürdürülebilirliği, çok tartışılan bir konudur. Gelişen ülkelere olan sermaye girişlerinde, uluslararası faiz oranlarındaki düşüşler temel motive edici olmak üzere, genellikle global etkenlerin rol oynadığı görülmektedir. Bu akımın sürdürülebilirliği konusunda ise belirleyici unsurun, gelişmiş ekonomilerin performansı olduğu belirtilmektedir. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin hassasiyetini ortaya koymaktadır.

Araştırmacıların bir bölümü sözü edilen gönüllü sermaye girişlerinin, daha çok ekonomi içi koşulların cazibesinin etkili olduğu yerel faktörler tarafından belirlendiği iddiasındadır. Cazip yerel koşullar kârlı yatırım fırsatları yaratmakta ve ülkenin kredi değerini artırmaktadır. Bu anlayışa göre, ülke içi politikalar korunabilirse sermaye girişleri sürdürülebilecektir. Diğer taraftan bazılarına göre, sermaye akımları daha çok faiz oranlarının düşüklüğü başta olmak üzere dışsal faktörlerin itici gücünden kaynaklanmaktadır. Bu bakış açısıyla, uluslararası reel faizlerin yükselmesi durumunda sermaye akımları tersine bir sermaye çıkışına dönüşebilir.

1990'ların büyük bölümünde gelişen ekonomilerin politika yapıcıları, sermaye girişlerindeki yükselişin getirdiği zorluklarla karşı karşıya kalmıştır. 1994'teki Meksika döviz kriziyle başlayıp, 1997'deki Tayland ve 1998'deki Rusya krizleri ile devam eden krizler dizisi, gelişen piyasalara olan sermaye akımının dramatik bir biçimde azalmasına ve uluslararası finans piyasalarının daralmasına

neden olmuştur. Sonuç olarak gelişen piyasalar sermaye girişlerini yönetme problemiyle tanışmışlardır. Fakat şurası ilginçtir ki, büyük sermaye çıkışlarının nedeni geçmişte onların girişlerine neden olan içsel veya dışsal faktörlerden bağımsız olabilmektedir. Bu durumda gelecekte sermaye akımının yönetiminde benzer hataların tekrarlanmaması için, sermaye girişlerine neden olan güçlerin analiz edilmesi hayati önem taşımaktadır.

Latin Amerika ekonomilerine yönelik 1990'larm başındaki sermaye akımları pek çok çalışmanın inceleme konusu olmuştur. Söz konusu dönemde, o bölgeye yönelik sermaye akımlarının büyük bölümü portföy yatırımı yani hisse senedi ve bono alımı şeklinde gerçekleşmiştir. Bu yoğunlaşma, portföy yatırımlarının gelişmekte olan bazı ülkeler için önemli bir kaynak olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, portföy yatırımlarının kalıcılığı veya geçiciliği, karakteristikleri ve belirleyicileri yoğun bir tartışmayı ve çalışmalar dizisini beraberinde getirmiştir.

Geleneksel olarak gözlemlenen mevcut durum, gelişen piyasalara olan sermaye akımlarının kompozisyonundaki farklılaşmaların altını çizmektedir. Buna göre Asya ülkeleri doğrudan yatırım ile ilişkilendirilirken, Latin Amerika ülkeleri kısa vadeli portföy yatırımları ile özdeşleştirilmektedir. Bu yapının coğrafik olarak incelenmesi, her bir ekonominin yapısal özelliklerinin bu farklılıkların açıklayıcısı olabileceğini göstermektedir. Fakat zamanla bölgesel farklılıklar bir hayli azalmıştır ki bu da, sermaye akımlarının yapısının kalıcı olmaktan uzak olduğunu ortaya koymaktadır.

Meksika krizinin hemen sonrasındaki çalışmalarında Claessens vd. (1995), hangi türde olursa olsun sermaye girişlerinin tersine dönmeye açık olduğunu göstermişlerdir. Bu yüzden, gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarının türleri yerine muhtemel sebepleri üzerinde durmanın ve buna dayalı bir sınıflandırmanın daha iyi bir alternatif açıklama olabileceğini ifade etmişlerdir. Hangi tür olursa olsun sermaye akımları, ya yerel şartların elverişli oluşundan (yerel veya çekici faktörler) veya kötüleşen dış şartlardan (global veya itici faktörler) yada her ikisinin bir kombinasyonundan kaynaklanabilmektedir. Genel olarak, yerel faktörlerin çekiciliğiyle gelen sermaye akımlarının, global faktörlerin zorlayıcı etkisinin bir sonucu olarak gelen sermaye akımlarına göre daha istikrarlı olması beklenebilir. Böylelikle, alternatif bir sınıflandırma biçimi olarak sermaye akımları, global faktörler kaynaklı ve yerel faktörler kaynaklı olmak üzere sınıflandırılmaya başlanmıştır.

Yerel ve global faktörlerin göreceli rolü, ampirik çalışmalarda farklılık göstermektedir. Bu alandaki çalışmaların pek çoğu, bazı dönemlerde her iki tür faktörün de etkili olduğunu fakat daha baskın olanının sermaye hareketlerini belirlediğini ortaya koymaktadır. Dünya Bankası'nın 1997 yılı raporunda sözü edildiği gibi, 1993-95 döneminde gelişmekte olan ülkelere giren sermayenin ABD faiz oranlarındaki artışa rağmen hızının kesilmediği ve gelişmekte olan ülkelerdeki çekici faktörlerin bu dönemde belirleyici olduğu ifadesi de bunu destekler niteliktedir.

Parasal şoklar, portföy yönetimi üzerindeki etkisiyle sermaye akımlarının önemli bir kaynağı olabilmektedir. Enflasyondaki düşüş (özellikle eğer döviz kuru çıpası söz konusuysa) büyük sermaye hareketlerine ve reel döviz kurunda büyük dalgalanmalara neden olma eğilimi gösterebilmektedir (Kiguel ve Liviatan, 1992). Latin Amerika ülkelerine olan büyük sermaye akımlarının dezenflasyon döneminde gerçekleşmiş olması, gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarının daha iyi anlaşılması açısından önemlidir.

Sermaye hareketleri ile ilgili yapılan çalışmalarda, özellikle faiz oranları ile bunların sermaye akımları ve kurlar üzerindeki etkileri araştırmalara konu olmaktadır. 1990'ların başında gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik faaliyetlerdeki dönemsel durgunluk ve bunun yarattığı faiz oranlarındaki düşüş, gelişen ekonomileri portföy ve kısa vadeli yatırımlar için bir süreliğine cazip hale getirmiştir. Bu dönemde ABD'deki faiz oranı düşüşleri Latin Amerika'ya yönelen sermaye akımlarının, aynı şekilde Japonya'daki düşük faiz oranları da Doğu Asya'ya yönelen sermaye akımlarının önemli açıklayıcısı olmuştur (Hoggarth ve Sterne, 1997).

Uluslararası sermaye hareketlerini ve yatırımları etkileyen önemli faktörlerden biri de, ülke paralarının değerlerinin değişmesine neden olan düzenlemelerdir. Böyle düzenlemeler, özellikle doğrudan yabancı yatırımları etkilemektedir. 1980'lerin sonuna doğru Japon Yeni'nin ABD doları karşısında yüzde 50'den fazla değer kazanması Güney Kore, Tayvan ve Singapur gibi gelişmekte olan bölge ülkelerinin uluslararası rekabet gücünü artırdığı gibi Japon yatırımlarının Endonezya, Malezya ve Tayland gibi Güneydoğu Asya'daki düşük maliyetli üretim bölgelerine kaymasına sebep olmuştur (Glick, 1998).

Araştırmalar hem yerel, hem de global faktörlerin sermaye akımlarına neden olduklarını, fakat bu iki faktörün göreceli öneminin zaman ve şartlara göre değişiklik gösterdiğini ortaya koymaktadır (Moreno, 2000). Literatürde itici ve çekici

faktörlerin göreceli önemi konusunda yapılmış çalışmalarda, uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesini, bu iki gruptan hangisinde yer alan faktörlerin daha çok etkilediği konusunda bir görüş birliği bulunmamaktadır. Her iki görüşün de savunucuları vardır. Örneğin, Calvo vd. (1993) ve Fernandez ve Arias (1994) uluslararası faiz oranları gibi dışsal faktörlerin etkili olduğunu savunurken, Corbo ve Hernandez (1996) gibi, akımların yöneldiği ülke ile ilgili faktörlerin daha etkili olduğunu savunanlar da vardır.

Calvo vd. (1993) ve Fernandez ve Arias (1994) özellikle ABD'deki düşük faiz oranları başta olmak üzere global faktörlerin gelişen ekonomilere sermaye girişinde daha etkin rol oynadığını belirtmektedir. Aynı şekilde Kim (2000), uluslararası faiz oranlarının düşüklüğü ve gelişmiş ekonomilerdeki durgunluk gibi itici faktörlerin sermaye akımlarının belirleyicisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Benzer bulgulara Ying ve Kim (2001) de ulaşarak, Güney Kore ve Meksika'ya giren sermayeyi açıklamakta ABD ekonomik döngüsünün ve uluslararası faiz oranlarının oynadığı rolün %50'den fazla olduğunu rapor etmiştir. Diğer taraftan, Mody vd. (2001) ve Hernandez vd. (2001) yerel faktörlerin genel olarak daha fazla yönlendirici etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Mody vd. (2001), gelişmekte olan 32 ülkenin aylık verilerini kullanarak, bono, hisse senedi ve sendikasyon kredileri olmak üzere üç tür sermaye akımının belirleyicilerini inceleyip, ayrıca dinamik vektör hata düzeltme yöntemiyle tahminleme de yapmışlardır. Çalışmada, Türkiye'nin de içinde bulunduğu Asya, Latin Amerika, Doğu Avrupa, Orta Doğu ve Afrika'daki gelişmekte olan ülkelere 1990–2000 döneminde gerçekleşen sermaye akımlarının global ve yerel belirleyicilerini analiz etmişlerdir. Yerel faktörler bağlamında, enflasyon oranı, yerel kredi düzeyi, kısa vadeli borcun rezervlere oranı, sanayi üretimi, kısa vadeli faiz oranı, kredi derecesi, rezervlerin ithalata oranı ve borsa endeksi olmak üzere oldukça geniş bir çekici faktör grubunu kullanmışlardır. Yer verdikleri global faktörler de bir hayli geniş olup, ABD büyüme oranını, ABD kısa ve uzun vadeli faiz oranı ile swap oranını ve gelişen piyasalar bono endeksini içermektedir. Çalışma bulgusu olarak, tahminleme varyansını büyük ölçüde açıklama derecesine bakarak; global faktörlerin sermaye akımları üzerinde güçlü bir etkisi bulunmakla birlikte; yerel faktörlerin çekici etkisinin daha baskın olduğunu rapor etmişlerdir.

Hernandez vd. (2001) de, sermaye akımlarının temel belirleyicisinin çekici faktörler olduğu, itici faktörlerin açıklayıcı etkisinin önemli boyutta olmadığı

bulgusunu elde etmiştir. Bunların yanısıra, Taylor ve Sarno (1997) ise hisse senedine yönelik sermaye akımlarında global ve yerel faktörlerin eşit ölçüde rol oynarken, bonoya yönelik sermaye akımlarında global faktörlerin oynadığı rolün daha fazla olduğunu belirlemiştir. Chuhan vd. (1993)'nin elde ettiği sonuçlar, Latin Amerika'ya yönelik akımlarda iki türdeki faktörlerin ağırlığının eşit olduğunu, ancak Asya ülkelerine yönelik akımlarda yerel faktörlerin global faktörlere göre 3 ila 4 kat daha fazla etkinliğe sahip olduğunu yansıtmaktadır.

Calvo vd. (1993) yapısal vektör oto regresyon modelini 10 Latin Amerika ülkesi üzerinde 1988-92 dönemindeki veriler üzerinde uygulamış ve bu ülkelere yönelik sermaye akımının, başta ABD'nin düşen faiz oranları ve düşen sanayi üretimi olmak üzere global faktörlerin sonucu olduğu görüşünü ortaya atmıştır. Bu bulguya dayanarak, global faktörlerdeki olumlu havanın tersine dönmesi durumunda bu ülkelerden sermaye çıkışının yaşanabileceği yorumunu yapmışlardır. Fakat çalışmada kullandıkları modelde, yerel faktörlere açıkça yer vermedikleri için global ve yerel faktörlerin göreceli ağırlığını ortaya koyamamış olmaları önemli bir eleştiri konusudur.

Aynı konu Chuhan vd. (1998) tarafından da incelenmiştir. Fakat onlar Calvo vd. (1993)'den farklı veri seti ve farklı ekonometrik teknik kullanmışlardır. Global faktörlerin yanında ülkelere has değişkenlere de yer vererek 9 Latin Amerika ve 9 Asya ülkesine olan portföy akımlarını aylık panel veriyle analiz etmişlerdir. Çalışmalarında farklı türdeki sermaye akımlarının belirleyicilerini ayırt etmek için portföy yatırımları ekseninde hisse senedi ve bono yatırımlarını incelemişlerdir. Çalışma'da yalnızca ABD'den, söz konusu ülkelere olan hisse senedi ve bono şeklindeki portföy akımlarını kullanmışlardır. Ampirik bulgular, hem global hem de ülkelere has yerel faktörlerin sermaye girişinde önemli olduğunu göstermektedir. Latin Amerika'ya yönelik sermaye akımlarındaki artışın yaklaşık yansı, ABD'deki düşük faiz oranları ve ekonomik yavaşlama tarafından açıklanmaktadır. Asya ülkelerinde ise bunun aksine, ülkelere has faktörlerin sermaye akımlarını açıklamakta global faktörlerden 3 ila 4 kat daha etkili olduğu görülmüştür. Örneğin, Asya ekonomilerinin kredi derecesi hassasiyetini, Latin Amerika ekonomilerinden daha yüksek bulmuşlardır, ABD portföy yatırımlarının, Asya ekonomilerindeki içsel etkenlere dışsal etkenlerden daha fazla, Latin Amerika ekonomilerindeki yerel ve global etkenlere ise eşit derecede hassasiyeti olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Söz konusu çalışmada, sermaye giriş türlerinin, açıklayıcı değişkenlere karşı hassasiyetinde farklılıklara rastlanmışlardır. Her iki akım türünün ABD faiz oranları ve sanayi üretimine karşı görece hassasiyeti, inceledikleri iki bölgede de benzer olmakla birlikte, hisse senedi biçimindeki akımlar bono alımları biçiminde gelen akımlara göre global faktörlere karşı daha hassastır. Öngörüldüğü gibi özkaynak şeklindeki akımların hem ülkelerin fiyat-kazanç (F/K) oranlarına karşı negatif yönlü olmak üzere, hem de ABD'dekine göre yerel hisse senedi piyasalarındaki getiriye karşı hassasiyetini, bono şeklindeki akımlardan daha yüksek bulmuşlardır. Diğer taraftan bono akımları genel olarak ülkelerin kredi derecesine ve ikincil piyasa bono fiyatlarına karşı, hisse senedi akımlarından daha hassas bulunmuştur. Bu durum, sabit getirili menkul kıymet piyasalarındaki kredi değerlendirme konseptiyle uyumludur ki bunun hisse senedi piyasasında görülmesi beklenmez. Özetle, çalışmalarının sonuçları, sermaye akımlarını açıklamada global faktörlerin önemini ortaya koymaktadır. ABD faiz oranları ve sanayi üretimi iki önemli açıklayıcı olmakla birlikte, ABD faiz oranlarının ABD sanayi üretimine kıyasla öneminin daha fazla olduğunu ortaya koymuşlardır.

Benzer şekilde Fernandez ve Arias (1994) da çalışmasında, 1989-93 döneminde gelişmekte olan piyasalara yönelen portföy yatırımlarının yüzde doksanın uluslararası faiz oranlarından kaynaklandığını ileri sürmektedir. Fakat, 1990'ların başında birincil faktör olarak görülen global faktörler, 1993-95 döneminde ağırlığı yerel faktörlere bırakmış ve yerel faktörlerin sermaye akımları üzerindeki belirleyicilik rolü açık bir şekilde artmıştır (Dünya Bankası, 1997). Bu süreçte ABD faiz oranlarındaki artışa rağmen, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hız kesmemiş, Calvo vd.'nin (1993) 1990'lı yılların başındaki sermaye akımlarına ilişkin olarak tespit ettiği ABD faiz oranları ile sermaye çıkışları arasındaki negatif korelasyon, 1993-95 döneminde pozitif dönmüştür (Moreno, 2000).

Fernandez ve Arias (1994) ülke riski tarafından belirlenen yerel getiri ile global getiri arasında arbitrajın bulunmadığı koşullar temelinde, gelişen ekonomilerdeki uluslararası portföy yatırımlarına ilişkin analitik bir model sunmaktadır. Söz konusu modelle sermaye akımlarının neden orta gelirli ülkelere has bir olgu olduğunu açıklamaya çalışmış ve modeli orta gelirli ekonomilerden oluşan bir veri örneğine uygulamıştır. Temel bulgusu Arjantin, Güney Kore ve Meksika haricinde sermaye girişlerinin yerel unsurlara kıyasla, daha çok sanayileşmiş

ekonomilerdeki getiriler tarafından yönlendirildiği sonucuna ulaşmıştır. Dolayısıyla da, 90'lı yılların başındaki sermaye akımlarının sürdürülebilir olmadığı, uluslararası faiz oranlarının yükselmesi halinde sermaye girişine konu olan ekonomilerin temkinli politikalar izlemesi gerekeceği tespitinde bulunmuştur.

Yanısıra, gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz oranlarının borçlu ülkelerin kredibilitelerini iyileştirdiği sonucuna ulaşmıştır ki, ülke kredibilitesi hem dışsal şoklar konusunda önemli bir aktarım mekanizması, hem de piyasa verilerinin 'itme' veya 'çekme' gücünü belirlemede etkindir. Çalışmanın bir diğer çıkarımı ise, uluslararası faiz oranlarındaki kademeli bir yükselişin, bazı ülkeler için her şeyi altüst edebilen büyük boyutlu sermaye çıkışları yerine, sermaye girişinin azalması veya sınırlı bir sermaye çıkışını beraberinde getirebileceğidir. İçsel şartlardaki bir bozulma da eşlik etmedikçe, dışsal faktörlerdeki bozulmadan kaynaklanan sermaye çıkışının sınırlı boyutlarda kalacağını, bir başka deyişle giren fonların tamamının ekonomiyi terk etmeyeceğini belirtmiştir.

Yaptığı çalışmada Fernandez ve Arias (1994), gelişen ekonomilerdeki sermaye girişlerinin büyük ölçüde düşen uluslararası faiz oranlarının itici etkisiyle gerçekleştiğini göstermiştir. Araştırmacı sermaye akımlarını üç faktörle açıklamaktadır. Bunlar, yerel yatırım ortamı, uluslararası getiri oranları ve ülkenin kredibilitésidir. Uluslararası getiri oranları, gelişmekte olan 13 ülkeye olan sermaye akımlarının %60'ını açıklarken, yerel yatırım ortamı yalnızca %12'sini açıklamaktadır. Ülkelerin kredibilitésinin uluslararası faiz oranlarına bağlı olduğu da dikkate alındığında, ulaştığı sonuçlarda uluslararası faiz oranlarının tek başına gelişmekte olan ekonomilere olan sermaye akımlarının en önemli belirleyicisi olduğu ortaya çıkmaktadır.

Kim (2000) çalışmasında, yakın tarihte sermaye akımlarındaki artışın küresel faiz oranları ve gelişmiş ekonomilerdeki ekonomik şartlar gibi dışsal faktörlerden kaynaklandığı, içsel faktörlerin öneminin nispeten daha az olduğunu rapor etmektedir. Optimizasyon modellerinde genellikle sermaye akımları, cari işlemler hesabı dengesiyle ölçülürken, Kim (2000) çalışmasında sermaye hesabını ve cari işlemler hesabını ayrı ayrı modele dahil etmiştir. Merkez bankası müdahalesinin olmadığı durumda, cari işlemler açığı özel sermaye hesabındaki fazlaya eşittir. Fakat gerçek hayatta, özellikle sermaye akımlarının makroekonomik istikrar veya döviz kuru hedeflemesini tehlikeye attığı durumlarda merkez bankaları müdahale eder. Uzun vadede iki hesap birlikte hareket etmekle beraber, kısa vadede hareketleri

farklılaşabilmektedir. Latin Amerika ve Asya'daki dört ülkeye (Meksika, Şili, Güney Kore ve Malezya) ilişkin olarak yapısal şokları veya kendi tabiriyle “sermaye akımlarının derinindeki nedenlerini” belirlemek üzere gerçekleştirdiği çalışmasında, Kim (2000) yerel faktörler olarak arz şoklarını, toplam talep şoklarını, parasal şokları ve dezenflasyon şoklarını; dışsal faktörler olarak ise gelişmiş ekonomilerin faiz oranı ve büyüme oranı ile ticaret şoklarını veri almıştır. Elde ettiği bulgulara göre, 1990'ların sonlarındaki sermaye akımı artışlarının nedenleri büyük ölçüde uluslararası faiz oranlarındaki düşüş ve sanayileşmiş ekonomilerdeki durgunluk gibi dışsal şoklardır. Ülkelerin verimlilik şokları ve talep şoklarının öneminin göreceli olarak daha az olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bulgularının bir diğer ilginç yönü, incelediği ülkelere olan sermaye akımlarının temel belirleyicileri arasında çok az fark olduğudur. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerin, sermaye akımlarının arttığı günümüz dünyasında, finansal krizlerden korunmaları için, makroekonomik temellere olduğu kadar, döviz kuru politikası gibi sermaye akımları üzerinde etkili olan faktörlere ilişkin uygulamalarına dikkat etmelerinin gerekli olduğu ortaya çıkmaktadır.

Filer (2004) Kore'ye olan sermaye girişlerinin dışsal faktörler kadar reel para arzı şoklarından kaynaklandığı sonucuna ulaşmıştır. Griffen vd. (2002)'nin gelişen dokuz ekonomiye günlük net hisse senedi alımları şeklinde giren sermaye verisini kullanarak yaptıkları çalışmalarında, söz konusu fonların Asya'ya yalnızca söz konusu ülkelerin pozitif piyasa performansının çekici etkisiyle değil, ABD hisse senedi piyasasının sergilediği kötü performansın güçlü itici etkisiyle de geldiği sonucuna ulaşmışlardır. Araştırmacılara göre bu durum, sermaye girişinin yalnızca yerel ekonominin şartlarıyla açıklanamayacağını göstermektedir.

Taylor ve Sarno (1997)'nin çalışması da, ABD 'faiz oranlarının tek başına kısa vadeli bono yatırımlarının en önemli belirleyicisi olduğunu; diğer taraftan hem global hem de yerel faktörlerin kısa vadeli hisse senedi ve uzun vadeli hisse senedi ve bono alımlarında eşit ölçüde belirleyici etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Montiel ve Reinhart (1999), 90'lı yıllara ilişkin olarak 15 gelişmekte olan piyasaya gerçekleşen sermaye akımlarının yapısını incelemiştir. Çalışmaları Çin dışında pek çok farklı bölgeden, içinde buldukları bölgenin belli başlı sermaye ithal eden ekonomilerini içermektedir. Söz konusu çalışmada sermaye akımlarını bono ve hisse senedi dahil portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye akımları, doğrudan yatırımlar ve diğer uzun vadeli sermaye akımları olmak üzere alt gruplara ayırmışlardır. Elde

ettikleri bulgulara göre; toplam akımların GSYİH'ya oranının Asya ülkeleri için oldukça büyük olduğunu, kısa vadeli akımların büyüklüğünü de genel kanının aksine Asya'da Latin Amerika ülkelerinden daha yüksek bulmuşlardır. Ayrıca, diğer bölgelere göre, portföy yatırımlarının Latin Amerika ekonomilerinde daha büyük rol oynadığı sonucuna ulaşmışlardır. Sermaye akımı sterilizasyonu ve kontrolleri gibi ekonomilere has politikaların, sermaye girişlerinin büyüklük ve kompozisyonunda etkili olduğunu görmüşlerdir. Ayrıca, uluslararası faiz oranlarındaki artışın sermaye akımlarının bütününe tetiklediği gibi, içeriğini de etkileyerek kısa vadeli portföy yatırımlarından, doğrudan yatırımlara yönelttiği sonucuna ulaşmışlardır.

Piyasa modunun rolü bir hayli kabul görmekle birlikte gelişen piyasalara olan sermaye akımının nedenlerini açıklama konusunda piyasanın risk algılamasını dikkate alarak yapılan ampirik çalışmalara pek rastlanmamaktadır. Piyasanın risk algılamasını formüle etmenin zorluğu bunu güçleştirmektedir. Fakat yakın zamanda, Baek (2006) bu konudaki çalışmasında piyasanın risk algılamasındaki değişimi sayısallaştırma çabasıyla "risk iştahı endeksi"ni oluşturarak bu endeksi ekonomi dışı global (itici) bir faktör olarak ampirik modelinde kullanmıştır. Yerel (çekici) değişken olarak, diğer pek çok çalışmada olduğu gibi, ülke kredi derecesi veya devlet borçlanma kâğıdının ikincil piyasadaki fiyatı gibi bir tek gösterge yerine, Baek (2006) birden fazla yerel ekonomik göstereyi kullanmıştır. Böylelikle söz konusu içsel değişkenlerin göreceli önemlerini ayırtmaya çalışmıştır. Çalışmasında, global ve yerel faktörlerin göreceli önemleri bağlamında Latin Amerika ve Asya ülkelerine olan portföy yatırımlarının belirleyicilerini incelemiştir. Araştırmacı ayrıca ekonomik olmayan, piyasa algılaması gibi itici faktörlerin bir rolü olup olmadığını da incelemiştir. Baek (2006) çalışmasında hem global ve yerel etkenler bağlamında portföy yatırımlarının nedenlerini hem de, portföy yatırımlarının sıcak para olup olmadığını incelemiştir.

Çalışmada global faktör olarak piyasanın genel risk algılamasını kullanmıştır. Mevcut pek çok çalışmada ise finansal piyasalardaki bulaşıcı etkisinden dolayı, ABD faiz oranları gelişen piyasalara olan sermaye akımlarının açıklayıcısı olarak yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Fakat Masson (1998)'un işaret ettiği gibi bu dışsal faktörler, tek başına gelişen piyasalarda 1990'larda karşılaşılan bir dizi spekülasyon hareketi açıklamakta pek yeterli görülmemektedir. Gelişen piyasalara olan sermaye hareketlerindeki oynaklık ve bulaşıcı etkiyi açıklama konusunda, içsel ve dışsal ekonomik faktörlerin yanısıra piyasanın davranışsal modunun rolünü de hesaba

katmak gerektiği anlayışı giderek önem kazanmaktadır. Örneğin Eichengreen ve Mody (1998) gelişen ekonomilerin bono piyasasındaki davranışın, ekonomik temellerdeki değişikliklerle tam anlamıyla açıklanamayacağını, dolayısıyla ekonomik temellerle açıklanamayan (piyasa algılamasındaki değişiklikler gibi) bir takım nedenlerin önemini vurgulamaktadır. Bulaşıcı etkinin ekonomik temellerdeki değişikliklerle açıklanamayan kısmı “salt bulaşıcılık” olarak bilinmektedir. Söz konusu “salt bulaşıcılık” kavramı yatırımcıların sürü psikolojisi olarak da tanımlanmaktadır ki, bu davranış türünün temel ekonomik göstergelerdeki değişikliklere verilen tepkilerdeki gibi rasyonel olduğu söylenemez. Sürü psikolojisinin sonucu ortaya çıkan sermaye hareketi, piyasalardaki yüksek risk iştahının bir sonucu olabilmektedir.

Daha önce de belirtildiği gibi, özellikle Latin Amerika ülkelerine giren sermayenin en önemli açıklayıcısının ABD kaynaklı faktörler olduğu pek çok çalışmada raporlanmıştır. Bunun yanında global arz şokları ve uluslararası ticaret şokları da incelenen faktörlerdendir. Bu bağlamda, küresel arz şoklarının etkisi net değildir. Klasik açıklama, gelişmiş ekonomilerdeki durgunluğun bu ülkelerde getirilerin düşmesine neden olduğu ve bunun sonucunda sermayenin gelişmiş ekonomilerden gelişmekte olan ekonomilere yöneldiği şeklindedir. Diğer taraftan, uluslararası piyasalardaki büyük yükselişlerin likidite fazlası yaratarak bu likiditeyi aktarmak üzere daha önce göz ardı edilmiş piyasalara yönelmesi de bir açıklayıcı olabilir (Filer, 2004).

2.10. Türkiye’ye Yabancı Sermaye Girişini Etkileyen Yerel ve Global Faktörler

Son yıllarda, yabancı sermaye yatırımları ile ülkelerin genel yatırım ortamı kalitesini tespite yönelik olarak geliştirilen yatırım ortamı endeksleri arasındaki ilişki, önemli çalışma konularından birisi haline gelmiştir. Söz konusu endeksler bazı uluslararası kuruluşlarca hesaplanmakta ve kapsamaları itibariyle enflasyon oranından yolsuzluğa kadar pek çok farklı göstergenin bileşiminden oluşmaktadır. Yabancı yatırım girişlerinin düşük olmasının açıklayıcılarından birisi olarak, Türkiye’nin söz konusu yatırım ortamı indekslerinde genellikle alt sıralarda yer alması gösterilmektedir.

Erdilek (2005) Türkiye’ye giren ve Türkiye’den dışarıya giden doğrudan yatırımları incelediği çalışmasında, son yıllarda Türkiye’den dışarıya giden doğrudan

yatırımların büyük ölçüde arttığını, buna karşın Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımın azaldığını gözlemlemiştir. İki sermaye akımı türünde gözlemlenen bu duruma neden olarak ise, ekonomik ve politik öğelerin yarattığı olumsuz iş ortamı gösterilmektedir. Bu nedendir ki son yıllarda yatırım ortamının çekici kılınarak özellikle doğrudan yatırımın artırılması için hem hukuki hem de kurumsal düzenlemelere gidilmeye başlanmıştır.

Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde varlık fiyatlarının makroekonomiye ilişkin haberlere karşı hassasiyeti bilinmektedir. Diğer taraftan, gelişmiş ekonomilerin faiz oranlarındaki değişikliklerin, gelişmekte olan ekonomilerdeki varlık fiyatları üzerine etkisi konusunda çelişkili bulgulara ulaşılmıştır. Ağır borç yükü altındaki ülkelerde, politik gelişmelerin ve uluslararası kuruluşlar tarafından yapılan ve söz konusu ülkenin borçlarının sürdürülebilirliğini etkileyen açıklamaların da varlık fiyatlarını etkilemesi söz konusudur. 2001 krizi sonrasında ilişkin olarak günlük veri kullanarak yaptıkları analizde, Emir vd. (2005) olumlu veya olumsuz bütün IMF açıklamalarının, politik gelişmelerin ve Avrupa Birliği ile ilgili haberlerin, Türkiye'de devlet borçlanma kâğıtlarının ikincil piyasadaki getirilen üzerinde oldukça etkili olduğu, fakat getirilerdeki oynaklığın yalnızca kötü haberlerden etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır. Söz konusu analiz döneminde Amerikan hazine bonusu ve yabancı yatırımcıların risk iştahındaki değişimlerin, devlet borçlanma kâğıtlarının getirişi üzerinde etkisi bulunmadığı, çalışmanın bir diğer bulgusudur.

Altınkemer (1998), 1989'da alınan ve sermaye hareketlerinin liberalize edildiği kararlar sonrası 90'lı yıllarda Türkiye ekonomisine yönelik sermaye akımlarını, özellikle Merkez Bankası'nın politika uygulamaları ile verdiği tepki bağlamında incelemiştir. Çalışmasında, 1990'larda Türkiye'ye gelen sermaye akımlarının başlıca açıklayıcısının yerel faiz oranları olduğunu, Türkiye'deki yüksek faiz oranlarının kısa vadeli krediler üzerindeki çekici etkisinin bunu yarattığını belirtmektedir. Diğer taraftan, uluslararası faiz oranları ve döviz kurunun etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Türkiye üzerine VAR analizi kullanarak yaptığı testler sonucunda Çetenak (2006), literatürde genellikle rastlanan bulgularla çelişen sonuçlar elde etmiştir. Çetenak (2006), yabancı portföy yatırımları ile hisse senedi getirişi arasında bir nedensellik ilişkisine rastlamamıştır. Fakat yaptığı testlerde üretim endeksinin, yabancı portföy yatırımları ve hisse senedi getirişinin Granger nedenseli olduğu

bulgusuna ulaşmıştır. Ayrıca, VAR analiziyle elde ettiği etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırmaları, söz konusu değişkenler arasında uzun dönemli bir etkileşimin olmadığını yansıtmaktadır. Değişkenlerin birbiri üzerindeki bir standart hatalık şoklara gösterdikleri anlamlı tepkiler, en geç dört dönem sonunda ortadan kalkmıştır. Varyans ayrıştırması analizinden elde edilen sonuçlar da, söz konusu değişkenlerde meydana gelen değişimlerin kaynağının neredeyse tamamının kendisindeki şoklar olduğunu, yani söz konusu değişkenlerin dışsal olarak hareket ettiğini göstermiştir. Bütün bunların sonucunda, yabancı portföy yatırımlarının hisse senedi getirişi üzerinde etkisi olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Çulha (2006), 1992-2005 yılları arasında Türkiye'ye giren portföy yatırımlarını belirleyen yerel ve global faktörlerin göreceli etkinliğini, yapısal oto regresif bir model analiziyle değerlendirmiştir. Elde ettiği bulguların en çarpıcı yönü, 2001 krizi öncesi ve sonrası alt örneklem dönemlerine ilişkin ortaya çıkan farklılıklardır. Kriz sonrası dönemin öncesine göre oldukça farklı sonuçlar verdiğini, yerel faktörlerin kriz sonrası dönemde giren sermaye üzerinde belirleyici rolünün daha fazla olduğunu ortaya koymuştur.-

Pazarlıoğlu ve Gülay (2007), Türkiye'ye olan net yabancı sermaye yatırımlarının reel faiz ile olan ilişkisini ortaya koymaya çalıştıkları çalışmalarında, 1992'nin ilk ve 2005'in son çeyreği arasındaki dönemi inceleyerek net yabancı portföy yatırımlarının belirleyicisi olması bağlamında, reel faiz konusunu incelemişlerdir. Çalışmada reel faiz oranları ile net yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişkiyi destekleyen bulgulara ulaştıklarını rapor etmişlerdir. Analizleri sonucu reel faiz oranının üç gecikmeli değeri ile net yabancı portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişki olduğunu belirlemişlerdir.

Altinkemer (1995) sermaye girişlerinin ekonomik dengeleri bozucu ve para politikasını zorlaştırıcı etkisi olduğu sonucuna, 1994'te Meksika ve Türkiye'de yaşanan krizler örneğinde rastlandığını belirtmektedir. Sermaye girişlerinden kaynaklanan bu tür krizlerin önlenmesi için pek çok değişkenden oluşan bir çözüm paketinin dengeli ve etkin bir biçimde uygulanması ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Öyle ki, enflasyon hedeflemesi, sağlıklı işleyen bir finansal piyasa ortamı, bir biriyle uyumlu çalışan para ve makro ekonomi politikalarının yanısıra, özelleştirme ve vergi reformu gibi tedbirleri içeren yapısal reformlardan oluşan maliye politikaları bütününe, iyi bir eşgüdümle çalıştırılmasına gereksinim vardır. Her ne kadar 1994 krizi sonrası, özellikle siyasi istikrarsızlıklar nedeniyle yapılması

gereken söz konusu reform hareketleri gerçekleştirilememişse de, 2001 krizi sonrası hem politikacılar, hem de bütün toplum tarafından sorunun büyüklüğünün farkına varılmıştır. Sorunların çözümlerinin ertelenmesinin daha büyük krizleri getireceğinin bilincine varılması, bir diğer ifadeyle toplumsal uzlaşma sonrası, gerekli adımlar atılmaya başlanmış ve gerekli tedbirler alınarak son yedi yıldır uygulanmaya gelmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DEKİ DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINA VE YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARINA GLOBAL VE YEREL FAKTÖRLERİN ETKİSİ

3.1. Türkiye Uygulaması

Yerel mali ve parasal değişkenler, ekonominin gelecekteki istikrarına dair önemli bir sinyaldir. Örneğin, deflasyon faktörü Meksika'ya sermaye girişleri konusunda pek çok çalışmada ulaşılan bir bulgudur. Ayrıca, getiri oranı, arz, yatırım ortamı ve ülkenin kredibilitesine dair şoklar da modellerde yerel değişkenler olarak kullanılagelmiştir. Yerel üretim şokları önemli bir unsur olarak görülür. Çünkü genişleme evresindeki ekonomi döngüsü, kârlılık fırsatlarının arttığı sinyali vererek, sermaye girişlerine neden olur. Benzer şekilde, parasal şoklar gelecekteki enflasyonist politikaların önemli bir habercisidir. Gelecekteki fiyat istikrarına dair beklentiler şu anki sermaye girişlerini teşvik edecektir. Ayrıca, sermaye akımları ile reel döviz kuru arasındaki ilişki de sıklıkla incelenmiştir. Bu nedenle reel döviz kuru şoklarının da modelde yer alması bir gerekliliktir. Filer'e göre, gelişmekte olan ekonomilerin finansal piyasaları yeterince gelişmemiştir. Bunun yanı sıra, bu ülkelerin hükümetleri bir takım politikalarla finansal piyasaları manipüle edebilmektedir. Bunlardan ötürü, yerel faiz oranlarının mı yoksa içerdeki ile dışarıdaki faiz oranları arasındaki farklılığın mı yerel yatırımların getiri oranı konusunda daha doğru bilgi verdiğinin net olmadığını ifade etmektedir.

Uluslararası sermaye akımları, son zamanlarda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye piyasalarının globalleşmesinin en temel göstergesidir. Bu sermaye akımları, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları olmak üzere iki türlü ortaya çıkmaktadır. Öz kaynak şeklindeki toplam sermaye akımları içinde doğrudan yatırımların oranı, gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere göre daha yüksektir. Doğrudan ve portföy yatırımları arasındaki oynaklık farkları, gelişmiş ekonomilerde gelişmekte olan ekonomilere göre daha küçüktür. Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkelerdeki, gerek doğrudan yabancı sermaye yatırımları, gerekse daha popüler olan portföy yatırımlarını etkileyen global (itici) ve yerel (çekici) faktörler üzerine pek çok çalışma yapılmıştır. Buna rağmen, her iki sermaye akımı türünün birlikte ele alınıp göreceli olarak hangi faktör

grubundaki etkenlerin hangi tür sermaye akımı üzerinde daha belirleyici olduğu konusunda yapılmış çalışmalara rastlanılmamaktadır.

3.1.1. Veri ve Yöntemler

Çalışmada, Türkiye örneği üzerinde, 1992-2007 döneminde gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve yabancı portföy yatırımları ayrı ayrı ele alınarak yerel ve global faktörlerin, söz konusu yatırım türleri üzerindeki belirleyici etkileri arasında farklılık olup olmadığı incelenmiştir. Aylık veri seti kullanılarak, global değişkenler kapsamında ABD sanayi üretimi, ABD faiz oranları, ham petrol fiyatları ve külçe altının ons fiyatı; yerel değişkenler kapsamında ise GSYİH, tüketici fiyat enflasyonu, reel döviz kuru, sabit sermaye oluşumu ve faiz oranı değişkenlerinin doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Analizler Türkiye Merkez Bankası, TÜİK, Amerikan Merkez Bankası ve Amerikan Enerji Bilgi idaresi veri tabanlarından elde edilen veriler üzerinde gerçekleştirilmiştir.

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye verileri ile doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının global mi yoksa yerel etkenlerden mi daha fazla etkilendiği, bu etkilenenin nasıl gerçekleştiği ve bu etkinin anlamı ile şiddetine ilişkin analiz bulguları sunulmuştur. Literatürde uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde global ve yerel faktörlerin etkisinin kıyaslandığı çalışmalarda bir görüş birliği bulunmamaktadır. Örneğin, Calvo vd. (1993) ve Fernandez ve Arias (1994) uluslararası faiz oranları gibi global değişkenlerin daha etkili olduğunu savunurken, Corbo ve Hernandez (1996) gibi, akımların yöneldiği ülke ile ilgili yerel değişkenlerdeki hareketlerin daha etkili olduğunu savunanlar da vardır.

Literatürde bu konunun incelenmesinde VAR yaklaşımli ekonometrik modeller kullanılarak, uzun dönemli eşbütünlük ilişkiler sorgulanmış, gerekliyse hata düzeltme modelleri uygulanmış ve nedensellik ilişkileri sorgulanmıştır. Çalışmamızda kullanılacak temel yaklaşım ise en küçük kareler (EKK) yöntemiyle yürütülen regresyon tahminlemeleri olacaktır. EKK yönteminin varsayımlarının sayılan diğer modellere göre daha basit ve anlaşılır olması, bu yöntemin seçilmesindeki temel nedenlerinden birisidir. Ama en önemlisi değildir. VAR yaklaşımında yada eşbütünlük sorgulamalarında yada nedensellik araştırmalarında iki grup değişken arasında net bir sonuca ulaşmak olasıdır. Ancak bu modellerde kullanılan değişkenlerin iki ayrı bağımlı değişken üzerindeki etkilerini kıyaslamak

imkânsız olmasa da çok güç ve biraz da tesadüfe bağlıdır.. Bu çalışmada Türkiye'ye gelen doğrudan ve dolaylı yabancı yatırımları yerel faktörlerin ve global faktörlerin etkileyip etkilemedikleri incelenip; sonra da yerel yada global etkenlerin dolaylı ve doğrudan yabancı yatırımları farklı anlam ve şiddette etkileyip etkilemedikleri tartışılacaktır. Bu amaçlara en uygun ve en basit model olarak EKK yöntemiyle yapılacak tahminler kullanılacaktır.

EKK yöntemiyle regresyon modelleri tahmin edebilmek için öncelikle, kullanılacak bütün değişkenlerin zaman serilerinin durağan olması gereklidir. Çünkü durağan olmayan serilerle tahminleme yapılarak bunların sonuçları üzerine yorum yapılırsa, tamamıyla yanlış analiz sonuçlarına yönelmiş olunur. Mishkin (1992) makroekonomik serilerin genellikle birim kök taşıdığını ifade etmiştir. Birim kök varlığı da serinin durağan olmadığı anlamını taşır. Eğer bağımlı ve bağımsız değişkenler durağan değilse regresyonun pek bir anlamı kalmaz.

Bu çalışmadaki analizlerde Türkiye'den ve dünyadan toplam 10 değişken kullanılmıştır. Bu değişkenlerin tamamı EKK modelleri içerisinde kullanılacağı için, tamamının durağan bilgileri kullanılmalıdır. Durağan serileri elde edebilmek için ilk önce bütün seriler ham halleriyle değil doğal logaritmik formlarında kullanılmıştır. Doğal logaritmik formları da durağan değil ise o zaman birinci gerekirse ikinci ve daha yüksek dereceden fark bilgileri kullanılacaktır. Serilerin durağanlık taşıyıp taşımadıklarını kontrol eden birim kök testi Dickey ve Fuller (1981) tarafında geliştirilmiş olan testtir. Doğal logaritması alınmış bütün değişkenler için ilk olarak durağanlık testleri ve sonuçlarına bakılması gerekmektedir. Bu aşamada yerel değişkenlerin tamamı için logaritmik değerlerle "seviyede durağan" sonucuna varılmaktadır. Ancak global değişkenlerin hiçbiri seviyede durağanlığa sahip değildir. Dolayısıyla altın ve petrol fiyatları ile Amerikan üretim miktarı ve Amerikan faiz oranlarının logaritmik değerlerinde (sırasıyla Ingoldp, Inoilp, Inusprod ve Inusr) birinci farkları alınarak durağanlık burada test edilecek ve böylece EKK yönteminin kullanılabilmesi için gerekli durağanlık şartı sağlanacaktır.

Tablo 11. ADF Durağanlık Test Sonuçları

Doğal Log'u Alınmış Değişkenler	t istatistiği	Olasılık
Doğrudan Yabancı Yatırımlar	-7,33	0,00
Por.Y (Portföy Yatırımları)	-8,11	0,00
GSYİH Türk	-0,17	0,94
GSSSO (Sabit Sermaye Oluşumu)	-2,49	0,12
ReEDK (Reel Efektif Döviz Kuru)	-2,29	0,18
FE Türk (Tüketici Fiyat Endeksi)	-4,21	0,00
Altın F (Altın Fiyatları)	0,82	0,99
Petrol F (Petrol Fiyatları)	-0,92	0,78
ABD Üretim (ABD Üretim)	-2,57	0,10
ABD Faiz (ABD Faiz Oranları)	-1,72	0,42

Tablo 12. PP Durağanlık Test Sonuçları

Doğal Log'u Alınmış Değişkenler	t istatistiği	Olasılık
Doğrudan Yabancı Yatırımlar	-4,37	0,00
Por.Y	-6,67	0,00
GSYİH Türk	-7,56	0,00
GSSSO	-3,23	0,02
ReEDK	-4,39	0,00
FE Türk	-5,37	0,00
Altın F	1,02	0,99
Petrol F	-0,31	0,92
ABD Üretim	-2,17	0,22
ABD Faiz	-1,38	0,59

$\alpha = \%5$ anlamlılık düzeyinde ADF ve PP Durağanlık Test sonuçları Tablo 1 ve 2'de izlenmektedir. Her ne kadar ADF test sonuçlarına göre Türkiye milli üretimi (GSYİH Türk), sabit sermaye oluşumu (GSSSO) ve reel efektif döviz kuru oranı (ReEDK) %5'te durağan görünmese de, PP testi bu serilerin %5'te durağan olduğu sonucunu vermiştir. Sonuç olarak yerel değişken serilerinin tamamı logaritmik seviyelerinde durağan kabul edilmiş ve buna göre EKK analizlerinde kullanılmışlardır. Dolayısıyla, yalnızca yukarıda adı geçen değişkenler değil, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları (Por.Y) ile Tüketici, fiyat endeksi (FE Türk) serilerinin de logaritmik değerleri ile çalışmanın güvenli olduğuna karar verilmiştir. Ancak $\alpha=0,05$ düzeyinde yürütülen ADF ve PP testleri geriye kalan global değişken serileri için logaritmik değerlerde durağanlık göstermemiştir. Bu serilerin durağanlığının elde edilmesi için önce mevsimsellikten arındırılmış seriler daha sonra da fark alma tekniğinin uygulandığı seriler kullanılmıştır. Gerekli test sonuçları Tablo 13'te özet olarak sunulmaktadır.

Tablo 13. ln Değerleri Durağan Olmayan Seriler için Durağanlık Testleri

Birinci Farkta Değişkenler (ln'li değerlerde)	Test Türü	t istatistiği	Olasılık
Altın F	ADF	-13,49	0,00
	PP	-13,50	0,00
Petrol F	ADF	-9,41	0,00
	PP	-9,11	0,00
ABD Faiz	ADF	-4,16	0,00
	PP	-8,32	0,00
Mevsimsellikten Arındırılmış Değişkenler (ln'li değerlerde)			
ABD Üretim	ADF	-2,92	0,04
	PP	-2,86	0,05

Global değişkenler için birinci .fark ve mevsimsellik arındırması işlemlerinden sonra bütün değişkenler için durağan seriler elde edilmiş olmaktadır. Böylece bundan sonra model tahminlemesi için gerekli olan altyapı hazırdır. Yerel değişkenler logaritmik değerlerinde, global değişkenler logaritmik ve birinci fark yada mevsimsellikten arındırılmış değerlerinde EKK modeli için kullanıma hazır hale gelmiştir.. Bu bilgilerin EKK analizlerinden elde edilecek katsayı tahminlerinin yorumu sırasında gözden kaçırılmaması gerekmektedir.

3.1.2. Doğrudan Yabancı Yatırım ve Portföy Yatırımı Modellemeleri

EKK yöntemiyle doğrudan yabancı ve portföy yatırımları için oluşturulacak regresyon modellerinde hangi yerel ve global değişkenlerin yer alacağı, önce basit regresyon analizleri ile kontrol edilecek ve en son aşamada çoklu regresyon modelleri için bu değişkenler kullanılacaktır. Bu aşamada doğrudan yabancı ve portföy yatırımları ayrı ayrı bağımlı değişken olarak ele alınacaktır. Her biri için yerel ve global bağımsız değişkenler ayrı modellerde kullanılacaktır.

3.1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırım İçin Global ve Yerel Model Tahminlemeleri

Tablo 14'te doğrudan yabancı yatırımlar ile global değişkenlerin anlamlı olarak regresyon modelinde kullanılıp kullanılmayacakları basit regresyon analizleri ile kontrol edilmiştir. Buna göre %5 anlamlılık düzeyinde altın fiyatlarının birinci fark değerleri (DAltınF) ile Amerikan üretiminin (ABD Üretim-ma) mevsimsellikten arındırılmış değerleri doğrudan yabancı yatırımları açıklamakta önemli ve anlamlı görülmektedir.

Petrol fiyatları bilgisine baktığımızda ise basit lineer modelde bile doğrudan yabancı yatırımlar ile bir ilişki izlenilmemektedir. Petrol fiyatlarındaki artış sayesinde OPEC ülkelerinin ellerinde biriken dolarların yatırım olarak gelişmekte olan ülkelere aktığı savının bu anlamda doğrudan yabancı yatırımlar modelinde testi olanaksız hale gelmiştir. Portföy yatırımları açısından Türkiye'ye göre petrol fiyatlarının anlamlı olup olmadığı yeri geldiğinde kontrol edilecektir.

Tablo 14. Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Global Faktörler Arasındaki Basit Regresyon Sonuçları

Bağımlı Değişken: Doğrudan yabancı yatırımlar			
Dönem: 1992 Şubat -2002 Şubat			
Gözlem Sayısı: 121			
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	8,60	101,49	0,00
D Attın F	5,33	2,20	0,03
Uyarlanmış R ² : 0,02	F: 4,82	Olasılık: 0,03	
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	8,61	100,28	0,00
D Petrol F	0,71	0,57	0,57
Uyarlanmış R ² : 0,002	F: 0,33	Olasılık: 0,57	
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	-59,62	-36,69	0,00
ABD Üretim-ma	8,69	41,99	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,91	F: 1763,82	Olasılık: 0,00	
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	8,61	100,88	0,00
D ABD Faiz	1,30	0,90	0,38
Uyarlanmış R ² : 0,005	F:0,81	Olasılık: 0,38	

Amerikan faizlerindeki hareketlerin Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı yatırımlar ile ilişkili olmadığı basit regresyon tahminleri sonucunda elde edilmiştir (Tablo 14). Doğrudan yabancı yatırımlar için Amerikan faizlerinin anlamsız çıkması kabul edilebilir olsa da, söz konusu değişkenin Türkiye'ye gelen portföy yatırımları üzerinde açıklayıcılık gücüne sahip olup olmadığı sorusu daha da önem kazanmıştır. Eğer Amerikan faizleri ile portföy yatırımları arasında anlamlı ilişki tespit edilemezse tüm araştırmalarda vazgeçilmez olarak kullanılan global bir faktör olan Amerikan faiz oranlarının Türkiye için anlam ifade etmediği sonucuna ulaşılabilir.

Tablo 15. Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yerel Faktörler Arasındaki Basit Regresyon Sonuçları

Bağımlı Değişken: Doğrudan yabancı yatırımlar			
Dönem: 1992 Şubat -2002 Şubat			
Gözlem Sayısı: 121			
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	5,34	4,87	0,00
GSYİH Türk	0,31	2,99	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,04	F: 8,92	Olasılık: 0,00	
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık

Tablo 15. Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yerel Faktörler Arasındaki Basit Regresyon Sonuçları (Devamı)

Sabit	-7,21	-3,11	0,00
GSSSO	2,03	6,85	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,20	F: 46,88	Olasılık 0,00	
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	-12,86	-7,48	0,00
ReEDK	4,47	12,50	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,46	F: 156,14	Olasılık 0,00	
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	13,78	26,06	0,00
Türkr	-1,32	-9,85	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,35	F:97,05	Olasılık 0,00	
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	-0,60	-2,88	0,00
FE Türk	0,59	44,45	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,92	F:1975,92	Olasılık: 0,00	

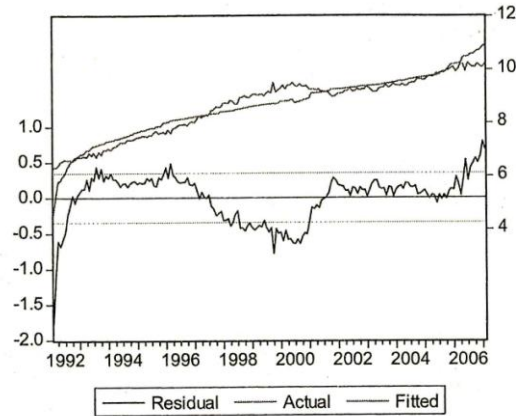
Tablo 15'te doğrudan yabancı yatırımlar ile yerel değişkenler arasında basit regresyon ilişkisi varlığının test sonuçları izlenilmektedir. Buna göre, seçilen 5 makroekonomik gösterge için basit regresyon analizi olumlu sonuçlar vermiştir. Bu anlamda doğrudan yabancı yatırımlarının bağımlı, yerel faktörlerin bağımsız değişken olarak tahmin edileceği çoklu regresyon modeli içerisinde Türkiye milli üretimi (GSYİH Türk), sabit sermaye oluşumu (GSSSO), reel efektif döviz kuru (ReEDK), faiz oranları (Türkr) ve fiyat endeksi (FETürk) verilerinin kullanılabilir olduğu anlaşılmıştır.

Net bir şekilde doğrudan yabancı yatırımlarının yerel belirleyicilerinden biri olarak enflasyon karşımıza çıkmaktadır. Literatürde enflasyon ve faizin beraber pek kullanılmadığı ama birbirlerinin yerlerine kullanıldıkları gözlenmektedir. Bu nedenle çalışmamızdaki çoklu regresyon tahminlemede faiz ve enflasyon hem birlikte kullanılacak hem de ayrı ayrı kullanılacaktır.

Tablo 16. Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Global Faktörler Arasındaki Çoklu Regresyon Modeli

Modelin Bağımlı Değişkeni: Doğrudan yabancı yatırımlar			
Dönem: 1992 Şubat - 2002 Şubat			
Gözlem Sayısı: 121 (aylık veri)			
Bağımsız Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-59,23	-36,46	0,00
DAltınF	1,46	1,97	0,05
ABDÜretim-ma	8,64	41,76	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,91	F:897,8	Olasılık: 0,00	

Şekil 2: Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Global Faktörlerin Regresyon Tahminlemesi Grafiği



Tablo 16’da sunulan çoklu regresyon modeline ait kırılma testleri ve kırılma varsayımıyla yürütülen tahminleme sonuçları aşağıda Tablo 17’de izlenebilir.

Tablo 17. Doğrudan yabancı yatırımlar - Global Modeli İçin Chow Kırılma (Breakpoint) Testi Sonuçları

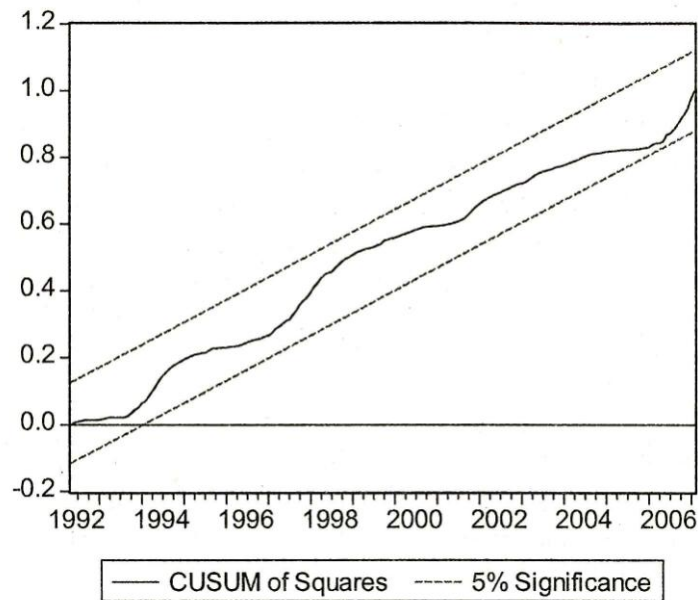
Dönemler: 1994 Nisan; 1999 Aralık; 2001 Şubat	
F istatistik Değeri: 77,62	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 296,08	Olasılık: 0,00
Dönem: 1994 Nisan	
F istatistik Değeri: 20,52	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 54,56	Olasılık: 0,00
Dönem: 1999 Aralık	
F istatistik Değeri: 8, 13	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 23,61	Olasılık: 0,00
Dönem: 2001 Şubat	
F istatistik Değeri: 28,60	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 72,20	Olasılık: 0,00

Tablo 18. Doğrudan yabancı yatırımlar - Global Modeli İçin Chow Forecast Testi Sonuçları

Chow Forecast Testi 1994 Nisan - 2007 Şubat Dönemi İçin			
F istatistik değeri: 1,61			
Olasılık: 0,09			
Log likelihood oranı: 447,83			
Olasılık: 0,00			
Bağımlı Değ.: Doğrudan yabancı yatırımlar			
Dönemi: 1992A02-1994A03 (26 gözlem)			
Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-211,36	-11,14	0,00
DAItınF	0,67	0,42	0,68
ABDÜretim-ma	28,56	11,49	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,84	F:67,69	Olasılık: 0,00	

Tablo 18. Doğrudan yabancı yatırımlar - Global Modeli İçin Chow Forecast Testi Sonuçları (Devamı)

Chow Forecast Testi 1999 Aralık - 2007 Şubat Dönemi İçin			
F istatistik değeri:0,85 Olasılık: 0,78			
Log likelihood oranı: 107,23 Olasılık: 0,07			
Bağımlı Değ.: Doğrudan yabancı yatırımlar Dönemi: 1992A02-1999A11 (94 gözlem)			
Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-50,63	-17,69	0,00
DAItınF	0,44	0,37	0,71
ABDÜretim-ma	7,53	20,40	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,82	F:-208,46	Olasılık: 0,00	
Chow Forecast Testi 2001 Şubat - 2007 Şubat Dönemi İçin			
F istatistik değeri:0,98 Olasılık: 0,52			
Log likelihood oranı: 94,41 Olasılık: 0,05			
Bağımlı Değ.: Doğrudan yabancı yatırımlar Dönemi: 1992A02-2001A01 (108) gözlemi			
Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-46,73	-20,15	0,00
DAItınF	0,45	0,42	0,68
ABDÜretim-ma	7,02	23,56	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,84	F:278,55	Olasılık: 0,00	

Şekil 3. Doğrudan Yabancı Yatırımlar-Global Faktörler Çoklu Regresyon Denklemi için CUSUM Kare Testi

1992-2007 dönemi için dünyada iki finansal kriz varlığından söz edilmektedir. Bu krizlere bir de Türkiye'nin 1999 yılında yaşadığı depremden kaynaklanan kriz eklendiğinde, incelenen dönemdeki 3 krizin kurulan denklemlerde

değişiklik yaratıp yaratmadığı merakını da beraberinde getirmiştir. Kullanılan veriler aylık derlendiği için kriz dönemleri için de belirli yıl ve aylar kriz zamanı olarak kabul edilmiştir. 1994 Nisan 1999 Aralık ve 2001 Şubat incelenen dönemde kriz zamanları olarak ele alınmış ve Chow testleri bu kabule göre yürütülmüştür.

İlk olarak Doğrudan Yabancı Yatırımlar-Global Faktörler çoklu regresyon modeli için 1994 Nisan krizi incelenmiştir. Chow kırılma ve forecast testlerinden 3 tanesi %5'te bir tanesi de %10'da anlamlı sonuçlar vermektedir (Tablo 17 ve 18).

Bir başka ifadeyle, Nisan 1994 öncesi ve sonrasında yapısal bir değişiklik yoktur tezi kabul görmemiştir. 1992-1994 dönemi için yalnızca altın fiyatlarının katsayısı model tahmininde anlamlı çıkarken, bütün dönem ele alındığında hem altın fiyatlarının hem de Amerikan üretim seviyesinin katsayılarının anlamlı olduğunu hatırlamak gerekmektedir.

Şekil 3'te Doğrudan Yabancı Yatırımlar-Global Faktörler çoklu regresyon modeline ait parametre durağanlığını kontrol eden CUSUM kare testi sonuçları izlenilmektedir. Bu teste göre 1992 - 2007 dönemi için doğrudan yabancı yatırımlar-Global Faktörler modeli için kurulan denklemlerde durağanlık anlamında bir sorun gözlemlenmemektedir.

Aralık 1999 için yürütülen Chow testleri 1994 krizine benzer sonuçlar vermiştir. Chow Kırılma ve Forecast testlerinin 4 tanesinden 3 tanesi yine 1999 Aralık ayında kurulan modelin yapısında bir değişiklik olduğunu söylerken yalnızca bir tanesi yapısal değişikliği reddetmiştir. Genel sonuç olarak Aralık 1999 krizinin de Doğrudan Yabancı Yatırımlar-Global Faktörler regresyon ilişkisinin yapısını değiştirdiği kabul edilmiştir. 1992-1999 dönemine ait model tahminlemesi ile bütün dönemin model tahminlemesinde yine altın fiyatları farkı yaratmıştır. Bütün dönemde Doğrudan yabancı yatırımlar için altın fiyatları açıklayıcı ve anlamlı bir değişkenken 1992-1999 dönemi için aynı şeyden bahsetmek mümkün değildir.

Şubat 2001 krizi için elde edilen yapısal değişiklik testleri sonuçları 1994 ve 1999 için elde edilenlerden anlam olarak farklı değildir. Kriz yapısal değişikliğe yol açmıştır ve yine altın fiyatlarının anlamlılığı yada bu anlamın kaybolması yapısal farkın nedeni olarak durmaktadır.

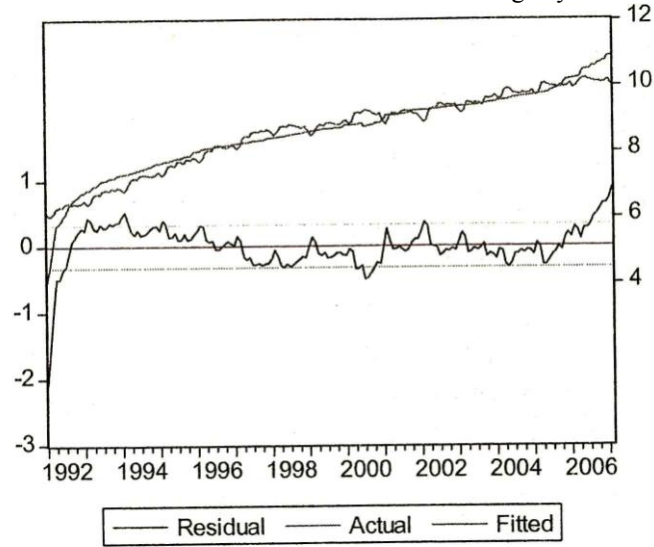
Tablo 19: Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yerel Faktörler Arasındaki Çoklu Regresyon

1. Model			
Modelin Bağımlı Değişkeni: Doğrudan yabancı yatırımlar			
Dönem: 1992 Şubat - 2007 Şubat			
Gözlem Sayısı: 181 (aylık veri)			
Bağımsız Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-11,35	-3,11	0,00
GSYİHTürk	0,13	1,48	0,14
GSSSO	0,36	1,10	0,27
Türkr	-0,28	-1,49	0,14
ReEDK	3,51	6,22	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,49	F:43,65	Olasılık: 0,00	
2. Model			
Modelin Bağımlı Değişkeni: Doğrudan yabancı yatırımlar			
Dönem: 1992 Şubat - 2007 Şubat			
Gözlem Sayısı: 181 (aylık veri)			
Bağımsız Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-3,39	-2,66	0,01
GSYİHTürk	-0,10	-3,05	0,00
GSSSO	0,85	7,54	0,00
Türkr	-0,10	-1,51	0,13
ReEDK	-0,45	-2,33	0,04
FETürk	0,57	36,28	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,94	F:559,07	Olasılık: 0,00	
3. Model			
Modelin Bağımlı Değişkeni: Doğrudan yabancı yatırımlar			
Dönem: 1992 Şubat - 2007 Şubat			
Gözlem Sayısı: 181 (aylık veri)			
Bağımsız Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-5,01	-5,67	0,00
GSYİHTürk	-0,07	-1,94	0,05
GSSSO	0,91	7,12	0,00
ReEDK	-0,43	-2,02	0,04
FETürk	0,60	33,15	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,93	F:563,42	Olasılık: 0,00	

Tablo 19’da Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yerel Faktörler arasında yürütülen 3 ayrı model tahmini sonuçları görülmektedir. Yerel faktörlerin 5 tanesi birden açıklayıcı olarak kullanıldığında çoklu doğrusallık probleminden dolayı bazı değişkenler anlamlılığını yitirmektedir. Bundan ötürü faiz ve enflasyon değişkenleri üzerinde durulmuştur. Problemin çözümü için önerilen en basit yöntem değişkenlerden birinden vazgeçmektir. (Gujarati, 2003) Problemin giderilmesi için enflasyon ve faiz ayrı ayrı kullanılarak model tahminleri yapılmıştır. Tablo 19’da sonuçları görülen 3 ayrı modelden en sağlıklı sonuçları 3 numaralı model vermiştir. Burada kullanılan açıklayıcı değişkenler GSYİH, sabit sermaye oluşumu, reel döviz kuru ve fiyat endeksidir.

Doğrudan Yabancı Yatırımlar ile Global ve Yerel Faktör model sonuçlarına genel olarak baktığımızda şunu söyleyebiliriz: Yerel faktörler doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde global faktörlerden daha önemli etkiye sahiptir. Bununla birlikte R^2 sonuçları kıyaslandığında benzer sonuçların izlendiği de vurgulanmalıdır. Global faktörlerden yalnızca altın fiyatları ve Amerikan üretimi etken faktör olarak yer alırken, yerel faktörlere bakıldığında ise inceleme konusu olan, GSYİH, GSSSO, enflasyon ve reel döviz kurunun hepsi birden etkin ve anlamlı faktörler olarak doğrudan yabancı yatırımlar modellerinde yer almışlardır.

Şekil 4. Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yerel Faktörlerin Regresyon Tahminlemesi Grafiği



Tablo 20. Doğrudan Yabancı Yatırımlar - Yerel (3. Model) Modeli İçin Chow Kırılma (Breakpoint) Testi Sonuçları

Dönemler: 1994 Nisan; 1999 Aralık; 2001 Şubat	
F istatistik Değeri: 17,79	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 177,19	Olasılık: 0,00
Dönem: 1994 Nisan	
F istatistik Değeri: 24,78	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 98,73	Olasılık: 0,00
Dönem: 1999 Aralık	
F istatistik Değeri: 4,71	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 23,35	Olasılık: 0,00
Dönem: 2001 Şubat	
F istatistik Değeri: 4,94	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 24,41	Olasılık: 0,00

Tablo 21. Doğrudan Yabancı Yatırımlar-Yerel (3. Model) Modeli İçin Chow Forecast Testi Sonuçları

Chow Forecast Testi 1994 Nisan - 2007 Şubat Dönemi İçin			
F istatistik değeri: 0,74 Olasılık: 0,86			
Log likelihood oranı: 331,70 Olasılık: 0,00			
Bağımlı Değ.: Doğrudan yabancı yatırımlar Dönemi: 1992A02-1994A03 (26 gözlem)			
Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-24,28	-5,09	0,00
GSYİHTürk	0,21	1,43	0,17
GSSSO	0,17	0,19	0,85
ReEDK	-0,18	-0,16	0,88
FETürk	2,29	7,23	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,81	F:28,76	Olasılık 0,00	
Chow Forecast Testi 1999 Aralık - 2007 Şubat Dönemi İçin			
F istatistik değeri:0,56 Olasılık: 0,99			
Log likelihood oranı: 78,88 Olasılık: 0,72			
Bağımlı Değ.: Doğrudan yabancı yatırımlar Dönemi: 1992A02-1999A11 (94 gözlem)			
Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-1,26	-0,60	0,55
GSYİHTürk	-0,01	-0,08	0,93
GSSSO	0,75	2,31,	0,02
ReEDK	-1,06	-2,96	0,00
FETürk	0,58	16,19	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,81	F:124,49	Olasılık: 0,00	
Chow Forecast Testi 2001 Şubat - 2007 Şubat Dönemi İçin			
F İstatistik değeri:0,71 Olasılık: 0,94			
Log likelihood oranı: 73,44 Olasılık: 0,46			
Bağımlı Değ.: Doğrudan yabancı yatırımlar Dönemi: 1992A02-2001A01 (108 gözlem)			
Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-0,29	-0,16	0,88
GSYİHTürk	-0,01	-0,25	0,80
GSSSO	0,68	2,39	0,02
ReEDK	-1,13	-3,86	0,00
FETürk	0,58	19,34	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,86	P:1 70,15	Olasılık: 0,00	

Doğrudan yabancı yatırımlar için yerel etkenlerle kurulan modelde yapısal kırılmalara ilk olarak 1994 Nisan krizi ile başlanılacaktır. 1994 krizi için Chow Kırılma Testi 2'de 2, Chow Forecast Testi 2'de 1 yapısal kırılmanın varlığına işaret etmektedir. 1992-1994 dönemi için yapılan tahminlemede genel dönem tahminine göre yalnızca fiyat endeksi ve sabitin katsayıları anlamlı kalmış diğer yerel değişkenler anlamlılığını yitirmiştir. Bu sonuçlar 1994 öncesi ve sonrasına regresyon tahminlemesi olarak ayrı ve daha dikkatli bakılması gerekliliğini ortaya koymaktadır. 1994 Nisan krizi için doğrudan yabancı yatırımlar Yerel faktör regresyon modellemesinde kuvvetli bir yapısal kırılma yaratıyor denilebilir.

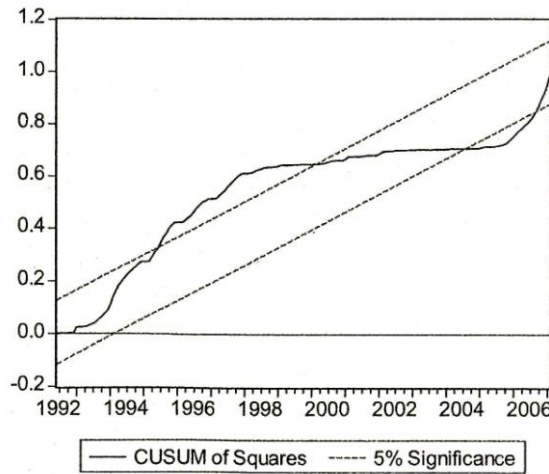
Aralık 1999 için balkıldığına ise daha ilginç sonuçlara rastlanılmaktadır. Her ne kadar Chow Kırılma Testi bir kırılma var dese de Chow Forecasting tam tersi sonuç vermiştir. 1992-1999 dönemi ele alındığında modelin ana çatısında ciddi bir fark izlenilmemektedir. R^2 ve F testleri kuvvetli anlamlılıklarını sürdürmektedir. Yerel faktörlerden yalnızca GSYİH anlamlılığını yitirmekte ama diğer 3 yerel değişken anlamlılıklarını korumaya devam etmektedir.

2001 krizi için de 1999 krizi için elde edilen sonuçlara benzer sonuçlar elde edilmiştir. Aynı 1999 krizi için yapılan test sonuçlarındaki gibi modelin ana çatısı 1992 - 2007 için neyse 2001 öncesi ve sonrası dönemler için de bir değişiklik yok anlamı çıkmaktadır. Her ne kadar Chow Kırılma Testi kırılma var dese de Chow Forecasting sonuçları 2001 öncesi ve sonrası modelin çatısında bir değişiklik ortaya koymamaktadır. Yine yalnızca GSYİH rakamları anlamlılığını yitirip diğerleri anlamlılıklarını korumaktadır.

Bu anlamda doğrudan yabancı yatırımların yerel faktörler kullanılarak oluşturulan regresyon modeli ile global faktörler kullanılarak yapılan regresyon modeli arasında fark ortaya çıkmıştır. 3 krizin doğrudan yabancı yatırımlar modellerini nasıl etkilediği analiz edildiğinde bu fark görülmektedir. Global faktörlerin kullanıldığı modelde krizler net bir şekilde doğrudan yabancı yatırımlarının global faktörlerden etkilenme yapısını değiştirmiştir. Ama yerel faktörlerle kurulan modellere gelince, 1994 Nisan krizinin doğrudan yabancı yatırımlarının yerel etkenlerden etkilenme yapısını değiştirdiğini ama diğer iki krizin yapısal değişiklik yaratmadığı sonucuna varılmıştır. Kısaca, krizler doğrudan yabancı yatırımları açıklayan global modeli çok net etkilerken, aynı şey yerel model için söylenemez.

Şekil 5'te Cusum Kare Testi sonucuna bakıldığında elde edilen modelin katsayılarının ilgililenilen tüm periyotta çok da durağan olmadığı anlaşılmaktadır. Bir başka ifadeyle, yerel değişkenlerle kurulan regresyon denkleminin durağanlığı sağlıklı değildir. Buna rağmen kuvvetli bir sağlıksızlık işareti Şekil 5'ten okunmadığı için Tekrarlanan Katsayı (Recursive Coefficient) Testi, Cusum Kare Testine ek olarak kullanılacaktır.

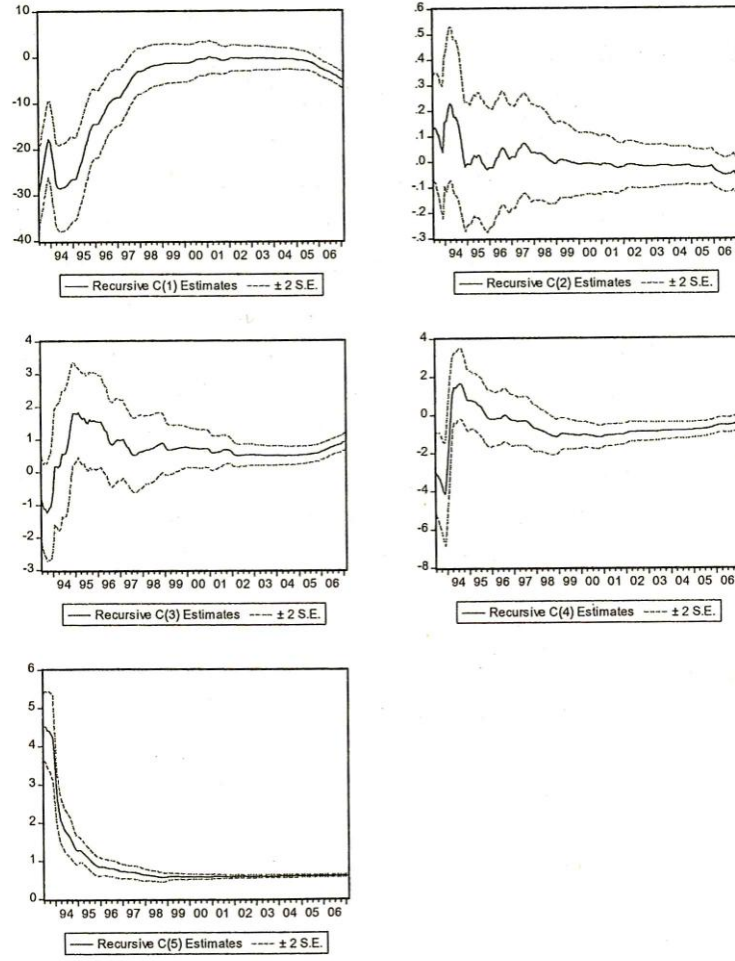
Şekil 5. Doğrudan Yabancı Yatırımlar - Yerel Faktörler Çoklu Regresyon Denklemi için CUSUM Kare Testi



Şekil 6'daki tekrarlanan katsayı testi sonuçlarına bakıldığında, Cusum Kare Testi sonuçlarından duyduğumuz şüpheye haklı olabileceğimiz ortaya çıkmaktadır. Çünkü Cusum Kare Testinde denklemin durağanlığı için bant içi hareket tam olarak sağlanamasa da çok kuvvetli bir durağansızlık da izlenilmemişti. Bu sebeple tekrarlanan katsayı testi yürütüldüğünde, bu sefer de anlamlı anlamsız sabit dahil 5 değişkenin katsayıları incelenen dönemde standart hata bantlarının içinde kalmaktadır. Ayrıca gözlem sayısı arttıkça bütün katsayıların dalgalanmaları giderek azalmakta ve bir sayıya doğru yaklaşmaktadır. Diğer bir ifadeyle katsayıların durağansızlığı anlamında bir sorun bulunmamaktadır.

Nihai anlamda, doğrudan yabancı yatırımlarının yerel faktörlerle kurulan modelleme tahmini ile global modelleme tahmini kıyaslandığında krizlere göre farklı etkiler ve alt dönemlere göre farklı sonuçlar elde edilmiştir. Fakat, yerel faktörlerle kurulan modelin denklem durağanlığı ile global faktörlerle kurulan modelin denklem durağanlıkları benzer sonuçlar vermektedir.

Şekil 6. Doğrudan Yabancı Yatırımlar-Yerel Faktörler Modeli İçin Tekrarlanan Katsayı Testi



3.1.3. Portföy Yatırımları İçin Global Ve Yerel Model Tahminlemeleri

Bu kısımda yabancıların portföy yatırımları ile global ve yerel model tahminlemeleri gerçekleştirilecektir. Portföy yatırımları ile global faktörler arasında basit regresyon ile doğrusal ilişki varlığı analiz edilmiş ve sonuçlar özet olarak Tablo 22'de sunulmuştur. R^2 sonuçları Amerikan üretim düzeyi için kurulan basit regresyon modeli hariç hiç de olumlu değildir. Bu zayıflığı bir kenara bırakıp yalnızca çoklu regresyon modeline değişken seçimine odaklandığımızda, %10 anlamlılık düzeyi için petrol fiyatları hariç diğer 3 global değişkenin portföy modelinde yer alması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 22. Portföy Yatırımları ve Global Faktörler Arasındaki Basit Regresyon Sonuçları

Bağımlı Değişken: Portföy Y.			
Dönem: 1992 Şubat - 2002 Şubat			
Gözlem Sayısı: 121			
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	9,35	145,12	0,00
DAltınF	3,22	1,74	0,08
Uyarlanmış R ² : 0,01	F: 3,04	Olasılık: 0,08	
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	9,36	144,03	0,00
DPetrolF	0,19	0,20	0,84
Uyarlanmış R ² : 0,0002	F: 0,04	Olasılık: 0,84	
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	-34,50	-14,51	0,00
ABDÜretim-ma	5,59	18,46	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,65	F: 340,59	Olasılık: 0,00	
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	9,36	147,49	0,00
DABDFaiz	2,90	2,70	0,01
Uyarlanmış R ² : 0,03	F: 7,28	Olasılık: 0,01	

Petrol fiyatları bir kez daha global faktörler arasına girememiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar için anlamlılık taşımayan petrol fiyatları, acaba yabancı kaynaklı portföy yatırımları modeli için Türkiye örneğinde yer alabilir mi sorusunu daha önce yöneltmiştik. Ancak bir kez daha petrol fiyatlarının yabancı kaynaklı yatırımlar için açıklayıcı değişken özelliği taşımadığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla petroldeki kaynağın portföy yada doğrudan yatırım olarak gelişmekte olan ülkelere aktığı savı en azından burada kullanılan modeller çerçevesinde Türkiye için doğrulanamamıştır.

Altın fiyatları ve Amerikan üretim seviyesi doğrudan yabancı yatırımlar modeli için anlamlı şekilde yer almaktaydı. Aynı şekilde portföy yatırımlarının global modeli için de, hem altın fiyatları hem de Amerikan üretim seviyesinin açıklayıcı değişken olabileceği sonucu elde edilmiştir. Bunlara ilave olarak Amerikan faiz oranları, Türkiye'ye gelen yabancı portföy yatırımlarını açıklamada anlam taşımaya başlamıştır. Altın fiyatları ve Amerikan üretim seviyesi hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de portföy yatırımları için ortak değişkenler olurken, Amerikan faiz oranları yalnızca portföy yatırımları için açıklayıcı değişken olmuştur.

Tablo 23. Portföy Yatırımları ve Yerel Faktörler Arasındaki Basit Regresyon Sonuçları

Bağımlı Değişken: Portföy Y.			
Dönem: 1992 Şubat -2002 Şubat			
Gözlem Sayısı: 121			
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	6,24	7,12	0,00
GSYIH Türk	0,29	3,55	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,06	F: 12,58	Olasılık: 0,00	
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	-7,07	-4,10	0,00
GSSSO	2,10	9,52	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,33	F: 90,63	Olasılık 0,00	
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	-4,02	-2,43	0,02
ReEDK	2,78	8,09	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,26	F: 65,53	Olasılık: 0,00	
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	12,81	27,20	0,00
Türkr	-0,89	-7,43	0,00
Uyarlanmış R ² :0,23	F:55,20	Olasılık: 0,00	
Değişkenler	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit	3,36	8,90	0,00
FETürk	0,38	15,96	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,58	F:254,73	Olasılık: 0,00	

R² sonuçlarına baktığımızda Tablo 23'te yer alanlar Tablo 12'de yer alanlara göre daha yüksek olsa da halen kuvvetli sonuçlardan bahsetmek mümkün değildir. Portföy yatırımları ile yerel değişkenlerin basit regresyon analizleri ile ilişkilerine bakıldığında doğrudan yabancı yatırımlar modelinde olduğu gibi tüm yerel değişkenler olası olarak portföy hareketleri için açıklayıcılık gücü taşımaktadır sonucu elde edilmiştir. Burada yine çoklu doğrusallık problemi göz ardı edilmemelidir. Aynı doğrudan yabancı yatırımlar modelinde olduğu gibi tüm 5 değişken çoklu regresyonda kullanılacak ancak problem durumunda faiz ve enflasyon arasında tercihe gidilecektir.

Bu noktada çoklu doğrusallık yaşamamak için EKK yerine VAR tabanlı bir model tercih edilemez miydi şeklinde, EKK yönteminin kullanılması ile ilgili bir soru akla gelebilmektedir.

Ancak daha önce de belirtildiği gibi EKK, bu zayıflığına rağmen çalışmada sunduğu kolaylık ve kıyas imkanı sebebi ile kullanılmıştır. EKK için yalnızca t zamanının kullanılması, gecikme değerlerinin çok önemli olmayışı sebebi ile kurulan modellerin kıyaslanması kolaylaşmıştır. Çünkü aynı değişkenler doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy modellerinde kullanıldığı için anlamlı olduğu sürece EKK katsayı tahminleri rahatlıkla kıyaslanabilecektir.

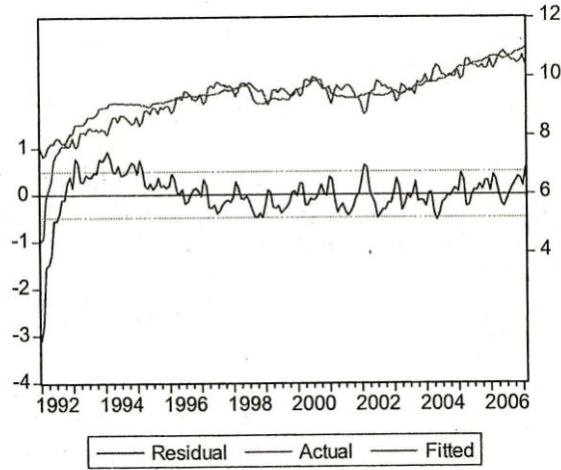
Tablo 24. Portföy Yatırımları ve Yerel Faktörler Arasındaki Çoklu Regresyon

1. Model			
Modelin Bağımlı Değişkeni: Portföy Y.			
Dönem: 1992 Şubat - 2002 Şubat			
Gözlem Sayısı: 121 (aylık veri)			
Bağımsız Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-7,65	-2,37	0,02
GSYİHTürk	-0,01	-0,10	0,92
GSSSO	1,51	5,24	0,00
Türkr	-0,19	-1,14	0,25
ReEDK	1,25	2,49	0,01
Uyarlanmış R ² :40	F:30,74	Olasılık: 0,00	
2. Model			
Modelin Bağımlı Değişkeni: Portföy Y.			
Dönem: 1992 Şubat - 2002 Şubat			
Gözlem Sayısı: 121 (aylık veri)			
Bağımsız Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	--1,25	-0,65	0,52
GSYİHTürk	-0,22	-4,62	0,00
GSSSO	1,77	10,35,	0,00
Türkr	-0,10	-0,97	0,34
ReEDK	-1,30	-3,84	0,00
FETürk	0,37	15,29	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,75	F:111,73	Olasılık: 0,00	
3. Model			
Modelin Bağımlı Değişkeni: Portföy Y.			
Dönem: 1992 Şubat - 2002 Şubat			
Gözlem Sayısı: 121 (aylık veri)			
Bağımsız Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-2,88	-2,16	0,03
GSYİHTürk	-0,18	-3,35	0,00
GSSSO	1,86	9,57	0,00
ReEDK	-1,36	-4,26	0,00
FETürk	0,40	14,69	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,73	F:121,01	Olasılık: 0,00	

Tablo 24'te doğrudan yabancı yatırımlar modelinde olduğu gibi 4 yerel faktörün 3 değişik kombinasyon halinde portföy modeli tahminleme sonuçları görülmektedir. Portföy yatırımlarının yerel modeli için yine enflasyonun yer alıp faizlerin yer almadığı model en kullanışlı ve sağlıklı sonuçları vermektedir. Faizler ve enflasyonun birlikte kullanılması yada faizlerin tek başına kullanılması diğer değişkenler üzerinde olumsuz etki yaratmış ve bu yüzden de ilerleyen bölümlerde bu modellerin tahminleme sonuçları kullanılmamıştır.

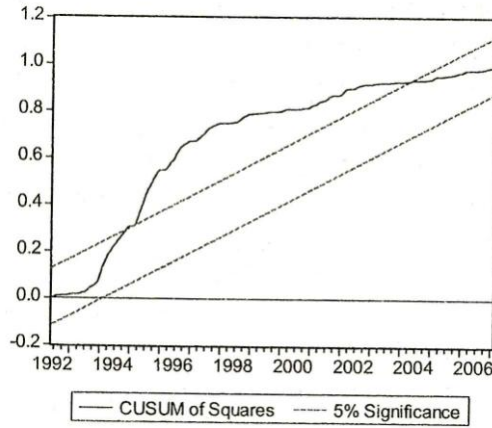
İlk model tahminlemesi beklenildiği gibi sorunlar yaratmaktadır. Aynı doğrudan yabancı yatırımlarının yerel faktörlerle modellenmesinde olduğu gibi 4 değişken beraber kullanılınca GSYİH ve faizler anlamlı açıklayıcı değişken olma özelliklerini aynı anda kaybetmektedirler.

Şekil 7. Portföy Yatırımları ve Yerel Faktörlerin Regresyon Tahminlemesi Grafiği



Şekil 7 incelendiğinde portföy yatırımlarının yerel faktörler yardımıyla tahmin edilmesinde tahmin sonuçları ile gerçek verilerin ne derece iyi örtüştüğü izlenebilir.

Şekil 8. Portföy Yatırımları - Yerel Faktörler Çoklu Regresyon Denklemi için CUSUM Kare Testi



Şekil 8'de Cusum Kare Testi sonuçlarına bakıldığında, portföy yatırımlarının yerel değişkenlerle açıklanması modelinin 1992-2007 dönemi denkleminin durağanlığının olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bu anlamda Chow kırılma ve forecasting testleri kullanılacak ve sonra da Cusum kare testini kontrol etmek amacıyla yine tekrarlanan katsayı testine başvurulacaktır.

Tablo 25. Portföy Yatırımları-Yerel (3. Model) Modeli İçin Chow Kırılma (Breakpoint) Testi Sonuçları

Dönemler: 1994 Nisan; 1999 Aralık; 2001 Şubat	
F istatistik Değeri: 35,73	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 265,81	Olasılık: 0,00
Dönem: 1994 Nisan	
F istatistik Değeri: 72,57	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 206,47	Olasılık: 0,00
Dönem: 1999 Aralık	
F istatistik Değeri: 5,85	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 28,59	Olasılık: 0,00
Dönem: 2001 Şubat	
F istatistik Değeri: 4,82	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 23,86	Olasılık: 0,00

Tablo 26. Portföy Yatırımları - Yerel (3. Model) Modeli İçin Chow Forecast Testi Sonuçları

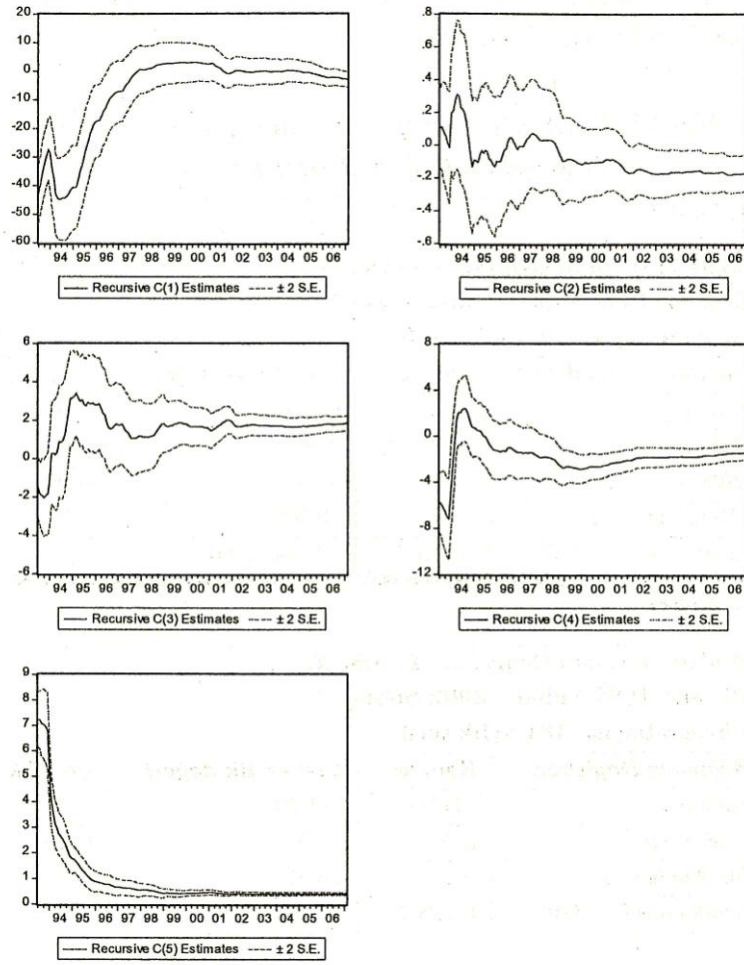
Chow Forecast Testi 1994 Nisan -2007 Şubat Dönemi İçin			
F istatistik değeri: 0,77			
Olasılık: 0,82			
Log likelihood oranı: 338,85			
Olasılık: 0,00			
Bağımlı Değ.: Portföy Y.			
Dönemi: 1992A02-1994A03 (26 gözlem)			
Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-37,88	-5,36	0,00
GSYİHTürk	0,27	1,26	0,22
GSSSO	0,26	0,19	0,85
ReEDK	-0,61	-0,36	0,72
FETürk	3,55	7,57	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,82	F:30,14	Olasılık: 0,00	
Chow Forecast Testi 1999 Aralık -2007 Şubat Dönemi İçin			
F istatistik değeri:0,26			
Olasılık: 1,0			
Log likelihood oranı: 40,96			
Olasılık: 0,99			
Bağımlı Değ.: Portföy Y.			
Dönemi: 1992 A02-1999 A11 (94 gözlem)			
Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	2,98	0,85	0,40
GSYİHTürk	-0,11	-1,00	0,32
GSSSO	1,85	3,39	0,00
ReEDK	-2,81	-4,65	0,00
FETürk	0,42	6,90	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,60	F:35,70	Olasılık: 0,00	
Chow Forecast Testi 2001 Şubat -2007 Şubat Dönemi İçin			
F istatistik değeri:0,30			
Olasılık: 1,00			
Log likelihood oranı: 34,99			
Olasılık: 0,99			
Bağımlı Değ.: Portföy Y.			
Dönemi: 1992A02-2001A01 (108 gözlem)			
Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	2,58	0,83	0,41
GSYİHTürk	-0,09	-0,95	0,34
GSSSO	1,54	3,25	0,00
ReEDK	-2,37	-4,84	0,00
FETürk	0,46	9,05	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,62	F:45,55	Olasılık 0,00	

1994 Nisan, 1999 Aralık ve 2001 Şubat krizleri için kırılma testlerine birlikte ve ayrı ayrı olarak Tablo 25'te bakıldığında, çok net olarak her 3 kriz için de kırılmaya yol açmıştır sonucuna ulaşılabilmektedir. Ancak Tablo 26'da Chow Forecasting testi sonuçları Kırılma Testi sonuçları ile birlikte ele alındığında sonuçların o kadar da net olmadığı anlaşılmaktadır.

Kriz dönemleri için yürütülen Chow Testlerine daha detaylı bir şekilde bakıldığında aşağıdaki durumlarla karşılaşılmaktadır: 1994 Nisan'ına bakıldığında Chow Kırılma Testinde hem F hem de log likelihood testleri kırılma var sonucunu verirken; Forecasting Testinde ise F testi yapısal değişme yok derken log likelihood değişiklik var sonucunu vermektedir, 4 testten 3'ünün verdiği sonuca göre genel anlamda 1994 Nisan'ının portföy yatırımlarının yerel değişkenlerle doğrusal tahmininde kırılma yaratıyor denilebilir. GSYİH, GSSSO ve ReEDK değişkenlerinin katsayılarının tüm dönem için anlamlılık taşıması ve buna karşın 1992 - 1994 dönemi için bu katsayıların istatistiksel olarak anlamlarını yitirmeleri, kırılma vardır savını desteklemektedir.

1999 Aralık ve 2001 Şubat krizleri için Chow Kırılma Testleri evet kırılma var derken; Chow Forecasting Testleri tersine hayır kırılma yoktur demektir; Forecasting tahminlemesinin katsayıları incelendiğinde yalnızca GSYİH anlamlılığını yitirmekte, diğer yerel değişkenler istatistiksel anlamlılıklarını korumaktadır. Bütün bunların ışığında 1999 Aralık ve 2001 Şubat için portföy yatırımlarını Türkiye'de yerel makroekonomik değişkenlerle açıklamaya çalışan model üzerinde kırılma yaratır sonucuna ulaşmak çok sağlıklı olmayacaktır. Zaten son bir kontrol amacıyla tüm dönem için tekrarlanan katsayı testi sonuçları da incelenecektir.

Şekil 9. Portföy Yatırımları - Yerel Faktörler Modeli İçin Tekrarlanan Katsayı Testi



Yukarıda Şekil 9’da görülen Tekrarlanan Katsayı Testleri de 1992 - 2007 dönemi için portföy yatırımlarını tahmin etmeye çalışan yerel değişkenlerin katsayılarının durağanlığı açısından bir sorun olmadığını göstermektedir. Sabit ve 4 yerel değişkenin katsayıları standart hata bantlarını içinde hareket etmekte ve gözlem sayısı arttıkça katsayıların aldığı değer salınımları giderek düşmektedir. Hiçbir şekilde, katsayıların incelenen tüm dönem içerisinde herhangi bir şekilde durağan olmadıklarını gösteren bir işaret bulunmamaktadır.

Tablo 27. Portföy Yatırımları ve Global Faktörler Arasındaki Çoklu Regresyon

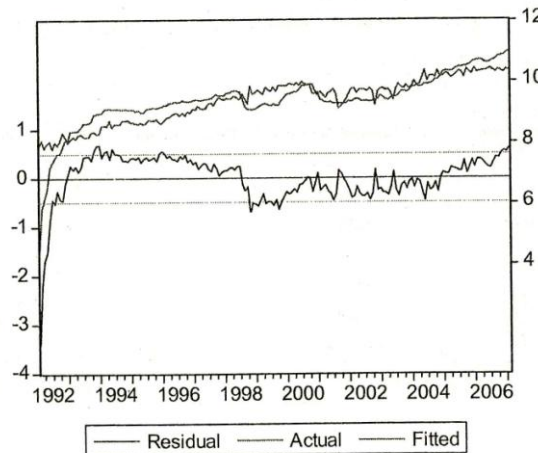
1. Model			
Modelin Bağımlı Değişkeni: Portföy Y.			
Dönem: 1992 Şubat - 2002 Şubat			
Gözlem Sayısı: 121 (aylık veri)			
Bağımsız Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-33,87	-14,57	0,00
DAltınF	0,68	0,64	0,53
DABDFaiz	2,26	3,61	0,00
ABDÜretim-ma	5,51	18,59	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,67	F:125,34	Olasılık: 0,00	

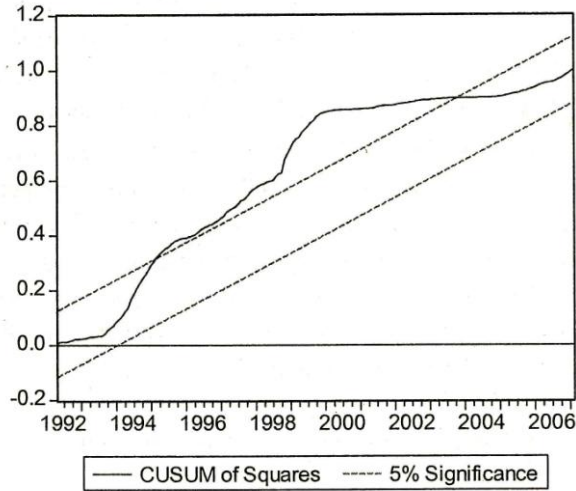
Tablo 27. Portföy Yatırımları ve Global Faktörler Arasındaki Çoklu Regresyon (devamı)

2. Model			
Modelin Bağımlı Değişkeni: Portföy Y.			
Dönem: 1992 Şubat - 2002 Şubat			
Gözlem Sayısı: 121 (aylık veri)			
Bağımsız Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-34,05	-14,78	0,00
DABDFaiz	2,26	3,63	0,00
ABDÜretim-ma	5,53	18,85	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,68	F:188,44	Olasılık: 0,00	

Portföy yatırımlarının global değişkenlerle modellenmesi için yürütülen basit regresyon analizleri sonucunda altın fiyatları, Amerikan faiz oranları ve Amerikan üretim seviyesi potansiyel açıklayıcı değişkenler olarak belirlenmişti. Tablo 27’de bu değişkenlerin kullanıldığı iki farklı tahmin sonucu görülmektedir. 1. Modelde her 3 değişken beraber kullanılırken; 2. Modelde altın fiyatları dışarıda bırakılmıştır. Altın fiyatlarındaki hareketler 1. Model tahminlemesinde istatistiksel olarak anlamlı çıkmamış ve dolayısıyla 2. Modelde bu bilgiye hiç yer verilmemiştir. 2. Modele ait tahmin sonuçlarının gerçek verilerle ne kadar örtüştüğünü gösteren grafik Şekil 10’da sunulmaktadır.

Amerikan üretim seviyesi tıpkı doğrudan yabancı yatırımlarının global modellemesinde olduğu gibi Türkiye’ye gelen yabancı portföy yatırımlarının belirleyicisi olmuştur. Doğrudan yabancı yatırımlar modelinde altın fiyatları anlamlı bir açıklayıcı iken bu sefer Amerikan faiz oranları Türkiye’ye gelen sıcak para da bir belirleyici olmuştur. Amerikan faiz oranlarının sıcak para hareketlerinde etkili olması beklenen bir sonuç olmakla beraber; altın fiyatlarındaki hareketlerin portföy yatırımları üzerinde istatistiksel olarak bir etki sahibi olmaması beklenilmeyen sonuçlardan birisini oluşturmaktadır.

Şekil 10. Portföy Yatırımları ve Global Faktörlerin Regresyon Tahminlemesi Grafiği

Şekil 11. Portföy Yatırımları - Global Faktörler Çoklu Regresyon Denklemi için CUSUM Kare Testi**Tablo 28.** Portföy Yatırımları - Global Modeli İçin Chow Kırılma (Breakpoint) Testi Sonuçları

Dönemler: 1994 Nisan; 1999 Aralık; 2001 Şubat	
F istatistik Değeri: 92,96	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 322,81	Olasılık: 0,00
Dönem: 1994 Nisan	
F istatistik Değeri: 77, 11	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 152,47	Olasılık: 0,00
Dönem: 1999 Aralık	
F istatistik Değeri: 9,49	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 27,27	Olasılık: 0,00
Dönem: 2001 Şubat	
F istatistik Değeri: 8,25	Olasılık: 0,00
Log-likelihood Oranı: 23,93	Olasılık: 0,00

Tablo 29. Portföy Yatırımları - Global Modeli İçin Chow Forecast Testi Sonuçları

Chow Forecast Testi 1994 Nisan - 2007 Şubat Dönemi İçin			
F istatistik değeri: 1,26			
Olasılık: 0,27			
Log likelihood oranı: 407,10			
Olasılık: 0,00			
Bağımlı Değ.: Portföy Y.			
Dönemi: 1992A02-1994A03 (26 gözlem)			
Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (G)	-345,98	-11,04	0,00
DABDFaiz	-1,24	-0,68	0,50
ABDÜretim-ma	46,36	11,28	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,84	F:67,10	Olasılık: 0,00	
Chow Forecast Testi 1999 Aralık - 2007 Şubat Dönemi İçin			
F istatistik değeri:0,20			
Olasılık: 1,00			
Log likelihood oranı: 31,50			
Olasılık: 1,00			
Bağımlı Değ.: Portföy Y.			
Dönemi: 1992A02-1999A11 (94 gözlem)			

Tablo 29. Portföy Yatırımları - Global Modeli İçin Chow Forecast Testi Sonuçları (Devamı)

Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-35,06	-6,98	0,00,
DABDFaiz	2,94	1,86	0,06
ABDÜretim-ma	5,67	8,75	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,46	F:39,91	Olasılık: 0,00	
Chow Forecast Testi 2001 Şubat - 2007 Şubat Dönemi İçin			
F istatistik değeri:0,23			
Olasılık: 1,00			
Log likelihood oranı: 27,33			
Olasılık: 1,00			
Bağımlı Değ.: Portföy Y.			
Dönemi: 1992A02-2001A01 (108 gözlem)			
Değişken	Katsayı	t istatistik değeri	olasılık
Sabit (C)	-31,99	-8,06	0,00
DABDFaiz	2,58	1,87	0,06
ABDÜretim-ma	5,27	10,32	0,00
Uyarlanmış R ² : 0,50	F:54,81	Olasılık: 0,00	

Cusum Kare Testi sonuçlarına bakıldığında yine portföy yatırımları ile global değişkenler arasındaki doğrusal tahmin denkleminin 1992 - 2007 dönemi içerisinde çok da durağan olmadığı bilgisi elde edilmektedir. Özellikle 1999 - 2002 yılları arasında denklemin durağanlığı anlamında sorun izlenilmektedir. Bu konuda daha detay izleyebilmek amacıyla Chow Kırılma ve Forecasting Testleri de yürütülmüş ve sonuçlar Tablo 28 ve 29'da sunulmuştur.

Chow Testi sonuçlarına bakıldığında portföy yatırımlarının yerel değişkenlerle modellenmesinde elde edilen sonuçların benzerleri global modelleme için de elde edilmiştir. Chow Kırılma Testi her 3 kriz dönemi için model yapısında kırılma vardır sonucunu verse de, Chow Forecasting Testi sonuçlarına bakıldığında yalnızca 1994 Nisan için bir kırılmadan bahsedilebileceği görülmektedir. Yani tüm dönemin birlikte ele alınması ya da 1999 ve 2001 krizlerine göre alt dönemlere ayrılması anlamında model yapısında bir farklılık izlenilmemektedir. Forecasting sonuçlarına bakıldığında da katsayılardan aynı yorumu elde etmek olasıdır. 1994 dönemine kadar bakıldığında Amerikan faizleri modelden çıkmalıdır sonucuna ulaşıyor. Ama diğer iki krizin ne yapı ne de katsayı anlamında ciddi değişiklik yaratmadıkları da izlenilmektedir.

Portföy yatırımlarının yerel ve global değişkenlerine göre ayrı ayrı modellenmesi sonucunda elde edilen bulgular 3 kriz dönemine benzer tepkileri vermektedir. 1994 krizi, portföy yatırımlarının ister yerel ister global değişkenlerle modellenmesinde önemli katsayı değişikliklerine yol açmakta iken, 1999 ve 2001 krizleri için aynı şeyleri söylemek olası değildir. Buna karşın doğrudan yabancı

yatırımlar modelleme sonuçlarını anımsayacak olursak, her 3 krizin global modelde ciddi değişiklikler yarattığını ancak yerel modelde yalnızca 1994'ün değişiklik yarattığını söylemeliyiz. Bu anlamda 1994 krizinin ister doğrudan yabancı yatırımlar ister portföy yatırımları tahminlerinde yerel değişkenlerle model kurulduğu sürece dikkat edilmesi gerekli olan kriz olduğu söylenebilir. 1999 ve 2001 krizleri ise yalnızca doğrudan yabancı yatırımlar hareketleri için global modellerde dikkat edilmesi gereken dönemler olarak açığa çıkmıştır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Bu bölümde doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarını açıklamaya yönelik gerçekleştirilen model tahminlerinin kıyaslaması yapılacaktır. Detaya girmeden önce ilk sonuçları şöyle özetleyebiliriz: Hem portföy yatırımları hem de doğrudan yabancı yatırımlar hareketleri Türkiye’de yerel faktörler ile daha sağlıklı ve kuvvetli biçimde açıklanabilmektedir. Global modeller ile yerel modeller kıyaslandığında, R^2 'nin yerel modellerde daha kuvvetli sonuçlar verdiği gözlenmektedir. Özellikle portföy yatırımları modelleri için bu fark daha da anlamlıdır. Global modellerin açıklayıcılık etkilerine bakıldığında doğrudan yabancı yatırımlar için gücünün neredeyse yerel modeldeki kadar olduğu ancak portföy yatırımları için yerel modeldeki kadar güç taşımadığı görülmektedir.

Global modelin doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının açıklanmasında anlamlı sonuçlar verdiğini gözlemlemiştik. Basit regresyon sonucunda doğrudan yabancı yatırımlarının açıklayıcıları olarak altın fiyatları ve Amerikan üretim seviyesi belirlenirken; portföy yatırımları için altın fiyatları, Amerikan üretim seviyesi ve Amerikan faiz oranları belirlenmişti. Ancak çoklu regresyon modeline geçildiğinde altın fiyatlarının portföy yatırımlarını açıklamadaki anlamlılığını kaybettiğini görmüştük. Global modelin açıklayıcılık gücü doğrudan yabancı yatırımlar için portföy yatırımlarına göre oldukça fazladır. Modelin tamamının anlamlılığını gösteren F testi sonucu her iki modelde de oldukça kuvvetlidir. Sonuçta global değişkenlerle tahmin yapılmak istendiğinde Türkiye için doğrudan yabancı yatırımların açıklanmasında bunların kullanılması portföy yatırımlarının açıklanmasında kullanılmasından daha kuvvetli sonuçlar vermiştir. Global modelde kullanılan değişkenler ele alındığında doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları için ortak açıklayıcı Amerikan üretim seviyesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Amerikan üretiminde meydana gelen değişiklikler doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarına nasıl etki yapıyor diye baktığımızda, üretim artışının Türkiye’ye gelen doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarını pozitif olarak etkilediğini rahatça görebiliriz. Bununla birlikte Amerikan üretim seviyesindeki değişiklikler doğrudan yabancı yatırımları portföy yatırımlarına göre daha şiddetli şekilde etkilemektedir. Bu pozitif etki, Amerika’nın üretimindeki pozitif gelişmelerin, dünya ekonomisi üzerindeki olumlu yansıması olarak yorumlanabilir. Dünya genelinde görülecek ekonomik büyümenin; gelişmiş

ekonomilerin, tasarruflarını daha kârlı getiri sunan gelişmekte olan ülkelerde değerlendirmeye yöneltmesi beklenebilecektir.

Altın fiyatlarındaki hareketlerin Türkiye açısından doğrudan yabancı yatırımlar hareketleri ile ilişkili olup, portföy yatırımları ile ilişkili çıkmaması ilginç sonuçlardan bir tanesidir. Altın fiyatlarında yukarı yönlü hareketler Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı yatırımları pozitif yönde etkilemektedir.

İkisi için kıyaslayamayacağımız ama katsayıların etki yönünün bahsedilmesi gerek diğer değişken Amerikan faiz oranlarıdır. Moshirian'ın Avustralya üzerine yaptığı çalışmanın ulaştığı sonuçlar gerek Avustralya'daki gerekse Avustralya dışındaki faiz oranlarının söz konusu ülkenin finansal hizmetler sektörüne giren yabancı sermayenin artışına katkı yaptığını göstermektedir. Bu anlamda portföy yatırımlarının global açıklayıcılarından biri olarak Amerikan faiz oranlarının anlamlı çıkması makul bir sonuçtur. Burada garip olan sonuç Amerikan faizlerinde artış yönündeki hareketlerin Türkiye'de portföy yatırımlarına yine artış şeklinde yansımadır. Faiz oranları Türkiye için doğrudan yabancı yatırımları etkilemezken portföy yatırımlarını pozitif olarak etkilemektedir. Bu Amerikan faizlerinde yaşanan artış dönemlerinde gelişmekte olan ülkelerde yaşanabilecek daha şiddetli faiz artışları ile açıklanabilir. Şöyle ki, Amerikan faizlerindeki artışı takip eden gelişmekte olan ülke piyasaları sıcak parayı kaçırmamak için kendi faiz oranlarında daha ciddi yükselişlere neden olabilir.

Doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları için kurulan ve tahminlenen yerel modellerin kıyaslanması global modele göre çok daha sağlıklı ve kolay olacaktır. Çünkü her iki modelde de aynı değişkenler kullanılmıştır. R^2 sonuçları ilk göze çarpan değerlerdir. Her iki model için de R^2 oldukça kuvvetli değerlere sahiptir. Ancak yerel değişkenlerin açıklayıcılık gücü doğrudan yabancı yatırımlar modelinde portföy yatırımları modeline göre daha fazladır.

Yerel değişkenlerin Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarını etkileme yönlerine bakıldığında ilgili katsayıların her iki modelde de aynı yönde sonuç verdiği izlenmiştir. GSYİH ve reel döviz kurlarındaki artış hem doğrudan yabancı yatırımlar hem de portföy yatırımlarını negatif yönde; GSSSO ve enflasyondaki artış ise doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarını pozitif yönde etkilemektedir. Yani yerel faktörlerin doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarını etkileme yönü anlamında herhangi bir fark bulunmamaktadır. Çulha'nın ifade ettiği gibi Türkiye ekonomisinde 1990'larda GSYİH büyümesi sermaye

akımlarıyla önemli ölçüde bağlantılı ve bağımlı hale gelmiştir. GSYİH artışları Türkiye'ye gelen portföy yatırımlarını doğrudan yabancı yatırımlara göre daha şiddetli biçimde etkilemektedir. Türkiye ekonomisi büyüdükçe yabancı yatırımlar azalmaktadır. Yine reel döviz kurundaki artışlar doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarını negatif yönde etkilemektedir. Büyümede olduğu gibi, reel döviz kurundaki artışlar da, portföy yatırımları üzerinde doğrudan yabancı yatırımlara göre daha büyük bir etkiye sahiptir. Bu etkiler GSYİH için yaklaşık 2 kat iken reel döviz kuru için 3 kattır. GSSSO ve fiyat endeksi değişkenlerin-deki artışlar, DYY ve portföy yatırımları üzerinde artış yönlü değişiklik yaratmaktadır. GSSSO değişkeni yukarıda bahsedilen diğer iki değişken gibi portföy yatırımları üzerinde doğrudan yabancı yatırımlara göre daha şiddetli etkiye sahiptir. Enflasyon hareketleri ise doğrudan yabancı yatırımları portföy yatırımlarına göre daha şiddetli biçimde etkilemektedir. Yerel değişkenlerin doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları üzerindeki genel etkileri ele alındığında şu husus söylenebilir: Kullanılan yerel değişkenler Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı yatırımları portföy yatırımlarına göre doğrusal model içerisinde daha büyük oranda açıklayabilmektedir. Öte yandan değişkenlerin şiddeti kontrol edildiğinde yerel hareketlerin portföy yatırımlarını doğrudan yabancı yatırımlara göre daha ciddi biçimde etkilediği izlenmektedir. Bir başka ifadeyle Türkiye'ye gelen yabancı yatırımlardan doğrudan olanlarının portföy yatırımlarına göre yerel makroekonomik değişimlere daha az cevap verdiği söylenebilir. Portföy yatırımlarından elde edilecek getiri, ülkenin makroekonomik göstergelerine daha fazlı bağlıdır. Ekonomik büyüme oranı, döviz piyasasının istikrar, bankacılık sisteminin işleyişi, sermaye piyasalarının likiditesi, faiz oranları gibi faktörler portföy yatırımları üzerinde etkilidir (Yıldırım, 2003). Bu anlamda, doğrudan yatırımların akışkanlığının portföy yatırımlarına göre daha kısıtlı olmasının, verilen reaksiyonların şiddetinin değişmesine yol açtığı söylenebilir.

Sonuç

Mevcut literatür bulguları 1990'larm sonlarında gelişmekte olan ülkelerde yaşanan sermaye akımlarında, hem yerel hem de uluslararası faktörlerin etkili olduğuna işaret etmektedir. Sermaye akımına konu olan özellikle yüksek enflasyon geçmişine sahip ülkelerdeki makroekonomik istikrar, mali disiplin ve finansal serbestleşmeye yönelik politikalar gibi etkenler önemli yerel faktörlerdir. Global

faktörler arasında ise, uluslararası faizlerdeki düşüşler, sanayileşmiş ülkelerdeki durgunluk ve ABD'nin cari işlemler hesabındaki iyileşmeler gibi etkenler yer almaktadır.

Sermaye hareketlerinin sürdürülebilirliği konusunda, sermaye akımlarına neden olan faktörler önemli rol oynamaktadır. Literatürde sermayenin gelişmekte olan ekonomilere girmesini sağlayan faktörlerin, yapısal reformlar ve makroekonomik performans gibi yerel faktörler olması halinde, gelişmiş ülke koşulları iyileşse bile, gelişmekte olan ülkelere ani sermaye çıkışı yaşanmayıp sermaye akımının sürdürülebilirliğinin sağlanabileceğini iddia eden çalışmalara rastlanmaktadır. Bu durumda sermaye girişleri, uluslararası şartlarda ortaya çıkabilecek olumsuzluklara rağmen devam edebilir ve yapısal reformlar ve güvenilir ekonomi politikalarıyla sermayenin çıkışı önlenir. Sermaye akımlarını geliştirmekte olan ülkelere yönlendiren unsurların, gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları gibi global faktörler olması halinde ise, gelişmekte olan ülkelerin ekonomi yönetiminin, dışsal şartlarda ortaya çıkabilecek tersine bir gelişmenin sermaye çıkışı yaratması ihtimaline karşı tedbirli olması gerekmektedir.

Sermaye akımlarının sürdürülebilirliği konusunda, akımın türü de önem taşımaktadır. Giren sermaye doğrudan yabancı yatırım biçimindeyse, sermayenin kısa süreli şoklardan etkilenip çıkması söz konusu olmayacaktır. Fakat, sermaye akımları kısa vadede yüksek getiri elde etmeyi amaçlayan spekülasyon sermaye ve portföy yatırımları şeklinde ise, gelişmekte olan ülkelerdeki arbitraj fırsatını değerlendirip getirisini de alarak ekonomiden uzaklaşacaktır. 1990'ların ortasında, pozitif reel faiz farkı nedeniyle Latin Amerika'ya giren sermaye, Meksika başta olmak üzere bu ekonomilerde şartlar değişip devalüasyonların olmasıyla aniden bu bölgeyi terk etmiş ve ardında hasar görmüş ekonomiler bırakmıştır.

Sermaye akımlarına ilişkin iç ve dış piyasalardaki şoklara ve dalgalanmalara karşı dayanıklı olan ülkelerin deneyimleri konusunda yapılan çalışmalarda, bazı ortak özellikleri yansıtan bulgulara ulaşılmıştır. En önemlisi, bu ülkelerin yapısal reformlar yoluyla makroekonomik yapılarını güçlendirerek, istikrarlı makroekonomik politikalar yürütmeleridir. Bu ekonomilerin, ödemeler dengesi problemlerini çözme konusunda çaba gösterip cari işlemler açığını kontrol altında tutabilmiş ülkeler olduğu görülmektedir. Ayrıca, uzun vadede ulusal paralarının reel olarak değerlendirilerek ihracatlarını olumsuz etkilemesini engellemekte, hatta ihracatı teşvik edici uygulamalarla, özellikle dış ticarete konu olan sektörlerde yatırım

yapmaktadırlar. Bir başka ifadeyle, kısa vadeli sermaye akımlarının toplam sermaye hareketleri içindeki payının yüksek olması ve -ulusal paraların reel olarak aşırı değerlendirilmesi, hem gelişmekte olan ülkelere giren sermayenin sürdürülebilirliği, hem de ülke ekonomisinin istikrarı açısından olumsuz gelişmeler olarak değerlendirilmektedir.

Türkiye'ye gelen yabancı sermayeye doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları olarak baktığımızda, global ve yerel ekonomik değişikliklerden bazen benzer, bazen de farklı biçimlerde etkilendikleri görülmektedir. Türkiye için yerel makroekonomik hareketlerin hem doğrudan yatırımlar hem de portföy yatırımları üzerindeki etkisi göreceli olarak global değişikliklere göre daha fazladır. Bununla birlikte global değişimlerin Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımları, portföy yatırımlarına kıyasla daha ciddi biçimde etkilediği iddia edilebilir.

Amerikan ekonomisindeki büyüme ile global büyümenin sıklıkla beraber hareket ettiği düşünüldüğünde, bu hareketin Türkiye'ye gelen yabancı yatırımları olumlu etkilediğine dair bulgular analiz sonuçlarına yansımıştır. Bir diğer değişken olan Amerikan faiz oranlarının, yalnızca portföy yatırım hareketlerini etkilediği tespit edilmiştir. Yerel makroekonomik değişkenlerdeki hareketlere olan duyarlılığa baktığımızda ise, portföy yatırımlarının doğrudan yabancı yatırımlara kıyasla daha tepkisel olduğu anlaşılmıştır.

Özetle, 1970'lerden itibaren sermaye akımlarının genel yükseliş trendine rağmen, akımlarda zaman zaman yükseliş ve düşüşlerin meydana geldiği döngüsel süreçler görülmüştür. Örneğin 1970'lerde gelişmekte olan ekonomilere yönelen sermaye hareketlerindeki artışın ardından 1980'lerde bir dönüş yaşanmış; 1980'lerin sonu ve 1990'ların başındaki yükseliş trendini, 1990'ların ikinci yarısından itibaren tekrar bir düşüş takip etmiştir. Yeni milenyumun başlarındaki düşüşün ardından harekete geçen sermaye akımları, 2008'in şu ilk günlerinde kendisine yeni bir yol çizmeye çalışmaktadır. Fakat, çok sıcak bu gelişmenin henüz başlarında olmakla birlikte, sorun gelişen piyasalar değil, gelişmiş piyasalar, daha spesifik bir ifadeyle ABD kaynaklıdır. Son zamanlarda tartışılan popüler konulardan birisi haline gelen, gelişmiş ve gelişen piyasalar arasındaki ayrışma kavramının savunucularının tezinin doğru çıkması halinde; önümüzdeki dönemde bu kez gelişen piyasaların, uzaklaşması gereken riskli bölgeler olmaktan çıkıp, aksine sığınılacak limanlar haline gelmesi dahi söz konusu olabilecektir.

Genel kabul görmüş ekonomi teorilerine göre ülkelerin sürdürülebilir büyüme trendine girebilmesi için tüketim, yatırım ve kamu harcamalarının artması ve ülke ihracatının, ithalatından daha fazla olması gerekmektedir. Türkiye ekonomisi ele alındığında, ise sadece tüketim harcamalarının artması büyüme üzerine pozitif etki yapsa da tek başına yeterli olmamaktadır. Kamu harcamalarının artması ise faiz oranlarını arttıracak ve özel sektör dışlama etkisine sebebiyet verecektir. Kar odaklı yapılmayan kamu harcamaları ise ülke ekonomilerinde bütçe açıklarına ve akabinde ülkeye ek vergi yükü getirecektir. Bu nedenle büyümenin reel anlamda ülke ekonomisine katkısını görebilmemiz için yatırım harcamalarının artırılması ve ülke ihracatının da ithalatından büyük olması gerekmektedir. Yatırım harcamalarının artırılması için ülke tasarruflarının yatırıma kanalize edilmesi gerekmektedir. Türkiye ekonomisine bakıldığında, tasarrufların yatırımları finanse etmede yetersiz kaldığı görülmektedir. Bu nedenle Türkiye ekonomisinin yurt dışı tasarrufları yurt içine çekmesi gerekmektedir. Reel anlamda ülke ekonomisine olumlu katkı yapan diğer bir unsurda ihracatı arttırmaktır. Türkiye’ de ithalat rakamları ihracat rakamlarından büyüktür ve ülkemiz sürekli döviz açığı vermektedir. Döviz açığının kapatılabilmesi için yine yurt dışından ülkemize yabancı sermaye girişinin olması gerekmektedir. Özellikle Türkiye’ nin CDC (Credit Default Swap: Borç Sigorta Primi) rakamları Yunanistan, İspanya, İtalya gibi bir çok Avrupa ülkesinden düşüktür. Bu nedenle kısa vadeli sermaye yatırımları (sıcak para, kısa vadeli portföy yatırımları) Türkiye’ yi güvenilir ve istikrarlı gördükçe yurt içine gelmeye devam edecek ve cari açık bu kısa vadeli yabancı sermaye ile finanse edilecektir. Özetle, Türkiye ekonomisi gerek yurt içi yatırımların finansmanı için gerekse de cari açığın finansmanı için yabancı sermayeye ihtiyaç duymaktadır. Fakat ülkemize gelen yabancı sermayenin niteliği önem arz etmektedir. Özellikle 2002–2007 yılları arasında Türkiye ile IMF arasındaki anlaşma, tek parti hükümetinin getirmiş olduğu siyasi istikrar, Avrupa Birliği’ne uyum sürecindeki reformların hızla yapılması ve dünyadaki likidite bolluğu ülkemize doğrudan ve dolaylı yatırımların miktarının artmasını sağlamaktadır. Doğrudan ve dolaylı yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye girmesi döviz bolluğu yarattığı için döviz fiyatı düşmekte, düşen döviz fiyatları ülkedeki özel sektörün ve bankaların döviz cinsinden borçlanmasına neden olmaktadır. Göreceli olarak değerli hale gelen Türk lirası ithalatı, tüketimi ve dolayısıyla toplam talebi arttırarak büyüme üzerine olumlu etki yapmaktadır.

Böyle bir büyüme modeli belirleyen Türkiye için özellikle ülkede veya dünyada olumsuz bir durum yaşanması, ekonomiyi son derece kırılgan hale getirmektedir. Ülkedeki istikrar ve güven, yabancı yatırımcılar için kar veya yüksek faiz olgusundan daha önemlidir. Bu nedenle hareket kabiliyeti çok yüksek olan kısa vadeli yabancı sermaye yatırımları her hangi bir olumsuzluk karşısında yatırım yaptığı ülkeyi anında terk etmektedir. Bu durumda döviz fiyatları yükselmekte ve döviz cinsinden borçlanan reel ekonomi ve bankacılık kesiminin borçlanma maliyeti katlanmakta, hatta iflaslara neden olarak ülkede finansal kriz yaratmaktadır.

Doğrudan yabancı sermaye girişleri ise uzun vadeli olmakta, kriz dönemlerinde yatırım yaptığı ülkeden aniden çıkamamakta, ülkenin yatırım ve ihracat kalemlerine pozitif katkı sağlayarak uzun vadeli ve sağlıklı bir büyüme ortamı yaratmaktadır.

Sonuç olarak Türkiye ekonomisi yatırım harcamaları ve ihracat rakamlarının arttırılması üzerine kurulu bir büyüme modeli belirlemeli ihtiyaç duyduğu yabancı sermaye gereksinimini doğrudan yabancı sermaye girişlerini özendirerek yapmalı, kendisine kısa vadeli çözüm sağlayan ve ekonomisini kırılgan hale getiren kısa vadeli sermayenin, ani çıkışları için caydırıcı politikalar üretmelidir.

KAYNAKÇA

- Adanur Aklan, Nejla (1997) “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları”, *Dış Ticaret Dergisi*, Yıl:2 , Sayı:6 , s.21-36
- Akdiş, Muhammet (2002) “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler”, *DTM Dergisi*, Ekim2002. www.ceterisparibus.net/arsiv/m_akdis.htm (erişim tarihi: 01.04.2010)
- Akın, H.Bahadır (1998) “21. Yüzyılın Eşiğinde Küreselleşme ve Küresel İşletmeler”, *Finans Dünyası*, Ocak 1998 www.stratejiyonetim.com/kuresellesme.htm, (erişim Tarihi: 01.04.08)
- Aktan, C. Coşkun, ŞEN Hüseyin (1997) “*Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye*”, Ankara: TOSYÖV Yayınları ss.10-35
- Aktan, C. Coşkun (1999) “*Toplumsal Dönüşüm ve Türkiye*”, İstanbul: Milliyet Yayınları
- Aktan, C. Coşkun (1998) “Globalleşme, Bölgeselleşme ve Yerelleşme” *Dış Ticaret Dergisi*, Yıl 3, Sayı 10 ss. 1-5
- Akyüz, Y., Boratav, K. (2002) “Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu”, *İşletme ve Finans Dergisi*, s:15-45, Sayı:197
- Alkın,E.(1981) “*Uluslar arası Ekonomik İlişkiler*” Güryay Matbaası,İstanbul. s. 57-63
- Alper, C. E. ve Z. ÖNİŞ (2001/2002); “Finansal Küreselleşme, Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyimi”, *Doğu Batı Dergisi*, Yıl:4, Sayı 17, Kasım, Aralık, Ocak.
- Arın, Tülay,(2003) “Türkiye’de Mali Küreselleşme ve Mali Birikim ile Reel Birikimin Birbirinden Kopması”, *Küresel Düzen: Devlet, Birikim ve Sınıflar* Korkut Boratav’a Armagan, (Ed: Köse A.H., Senses, F., Yeldan, E.), İletişim, İstanbul, s.569-610
- Aslan, Nurdan (1997) “*Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri*”, İstanbul: Türkmen Kitabevi. s. 98-102
- Aşıkoğlu, Rıza (1992) “Türkiye’de Özelleştirme”, *Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı:1-2, Cilt:10, s: 278-291

- Barth, Richard, William Hemphill, "Financial Programming and Policy: The Case of Turkey", **IMF Publications**. <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2000/turkey> (erişim tarihi: 18.02.2010)
- Bayar, A. H. (1996); "The Developmental State and Economic Policy In Turkey", *Third World Quarterly*, 01436597, Dec, Vol.17, No.4.
- Berk, Niyazi (2003) "**Finansal Yönetim**", 7.Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi,
- Boratav, Korkut. (2001) "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", www.bagimsizsosyalbilimciler.org (erişim tarihi: 03. 04.2010)
- Bulutoğlu, Kenan (1970) "100 Soruda Türkiye'de Yabancı Sermaye", *100 Soruda Dizisi*:17, İstanbul: Gerçek Yayınevi
- Canevi, Yavuz (1996) "Gümrük Birliği Yetmez, Yabancılar İstikrara Bakacak", *Ekonomik Forum TOBB Aylık Dergisi*, Yıl:3, Sayı:2, s.22-23
- Cömert, Faruk (1998) "İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye", *Hazine Dergisi*, Sayı:13 , s.20
- Çeçen, Anıl (2007) "Milli Ekonomi Milli Burjuvazi", *Yankı Siyasi Aktüel Dergi*, www.yanki.com.tr, 05 Mart 2007.
- Demir, Fırat (2004) "Failure Story: Policies and Financial Liberalization in Turkey, Revisiting the Revolving Door Hypothesis", *World Development Report*, Volume: 32, Issue: 5, ss. 851-869.
- Demir, Osman (1998) "Gümrük Birliği'nin İlk İki Yılı Değerlendirmesi", *Dış Ticaret Dergisi* , Yıl:3 , Sayı: 11 , ss.38-60.
- DPT (2000) *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu*, Ankara, s.11-25
- DPT (1995), *Küreselleşme, Bölgesel Entegrasyonlar ve Türkiye (Değerlendirme Raporu)*, Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Yayın No:DPT: 2374-ÖİK:439. DPT: Ankara.
- Duman, A. ve L. Kangkook (2000); "*Financial System, Financial Liberalization and Crises. A Tale of Two Countries: Turkey and Korea*", www.unix.oit.umass.edu/~kklee/study/kotur.doc, (Erişim tarihi: 03.08.2009)
- Eğilmez, M. "*Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi*" Remzi Kitabevi, 2009,ISBN:978-975-14-1320-8,s:71-74
- Erkan, Birol "*Türkiye'de 1980 Sonrası Merkez Bankası Politikaları*". <http://www.ceterisparibus.net/arsiv/b-erkan.doc> (Erişim Tarihi: 16.03.2008)

- Ekonomik Forum (2001) “Küresel Sermaye: Türkiye’ye %1”, *TOBB Aylık Dergisi*, Yıl:8 , Sayı:6 , s.29-31
- Ekonomik Forum (2001) “Yabancı Sermayeyi Yolsuzluk da Ürkütüyor”, *TOBB Aylık Dergisi*, Yıl:8 , Sayı:6 , s.29-31
- Eroğlu, Nadir “Türkiye’de İktisat Politikalarının Gelişimi (1923-2003)”, <http://www.ceterisparibus.net/arsiv/n-eroglu.doc> (Erişim Tarihi: 17.03.2008)
- Erol, Ahmet (2000) “Yabancı Sermaye I”, *Mükellefin Dergisi*, Sayı:93, s.72-83.
- Erkan Birol “Türkiye’de 1980 Sonrası Merkez Bankası Politikaları“ http://paribus.tr.googlepages.com/b_erkandoc 18.05.2008
- Gürak H., (2003) “Küreselleşme Nereye Götürüyor? Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Verimlilik ve Gelir Dağılımı”, *Verimlilik Dergisi* MPM Ankara 2003:2
- Gupta, G.S. (2003); “Economic Fluctuations and Stabilization Policies”, *Vikalpa*, Vol.28, No.1, January, March, www.ebsco.org (03.05.2008).
- Galindo, A. Micco, A. ve G. Ordonez (2002); “Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence”, *Inter American Development Bank*, May, www.worldbank.org, 03.08.2003.
- Göver Tuğrul Z., (2005) “Doğrudan Yabancı Yatırımların Uluslar arası Ticarete Etkileri Türkiye Değerlendirmesi”, *Hazine Müsteşarlığı*, Ankara
- Gökbel, Doğan “Uluslararası Bir Vergi: TOBİN Vergisi”, [www.eso-es .net/kurumsal](http://www.eso-es.net/kurumsal) (erişim Tarihi: 10.04.08)
- Güleşçi, Hasan (1995) “Yabancı Yatırımcıyı Cezbetmenin Yolları”, *Ekonomik Forum TOBB Aylık Dergisi*, Yıl:2, Sayı: 5, s.17
- Güloğlu,B.,Altunoğlu,E,A.(2002)”Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler:Latin Amerika,Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri” *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:27,s:19-23
- Günaydın, İhsan (1999) “Gümrük Birliği’nin Uluslar arası Doğrudan Sermaye Yatırımlarına Etkisi”, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı:1, Cilt :15, s.273
- Hepkula, Ayşe (1998) “Yabancı Sermayeli Şirketlerin Türk Ekonomisindeki Yeri, Sorunları ve Çözüm Önerileri” Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi Eskişehir , s.140-141.
- İnandım, Ş.(2005),”Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi:Türkiye Örneği”s:10-14,TCMB

- İçli, Gönül (2001) “Küreselleşme ve Kültür”, *C.U. Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:25, No:2, s: 29-33
- İMKB (1994) “*Uluslar Arası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*”, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Yayınları No: 3, s.24-27
- Kar, Muhsin, Kara, M, Akif, (2004) “*Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler*” Ankara, s:12
- Karabalık, Hakan (2002) “Orta Avrupa Ülkelerinde Yabancı Sermaye Yatırımları ve Özelleştirme”, *Dış Ticaret Dergisi*, Yıl:3 , Sayı:9, s:75-77.
- Karabulut, G. (2002); *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, DER Yayınları: 328, İstanbul.
- Karluk, Rıdvan (1999) *Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş. , Yayın No: 607, *İşletme-Ekonomi Dizisi* No:59
- Keskingören, Tuğrul (2006) “Soros’un ‘Turancılığı’ ve Uluslararası Kapitalizm”, *Jeopolsar Politik Stratejik Araştırmalar/Uluslararası İlişkiler Dergisi*, Cilt:2, Sayı:5 (www.jeopolsar.com)
- Kıvrak, Özlem, Dileyici, Dilek (1998) “Globalleşme, Bölgeselleşme, Mega Rekabet ve Türkiye” www.econturk.net (erişim tarihi: 13.02.2008)
- Khonder, Habibul Haque. “Globalleşme Teorisi: Eleştirel Bir Değerlendirme.” Çev. Betül Duman. *Türkiye Günlüğü*, sayı 44 (Ocak-Şubat 1997), s. 65-78.
- Kula, Ferit (2003) “Uluslar Arası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 4, Sayı 2, s:141-153
- Kurdoğlu, Çelik (1997) “Yabancı Sermaye ve Küreselleşme”, *Ekonomik Forum, TOBB Aylık Dergisi* , Yıl:4 , Sayı:10 , s.26
- Oksay, Suna (1998) “Çokuluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde, Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek Değerlendirilmesi”, *Dış Ticaret Dergisi* , Yıl:3 , Sayı: 8 , s.18-26
- Onaner, Mehmet (1998) “Yabancıları Çeken Büyüme Hızı”, *Ekonomik Forum , TOBB Aylık Dergisi*, Yıl:5 , Sayı:8 , s.18-19
- Orcan, Mustafa (2004) “*Osmanlı’dan Günümüze Modern Türk Tüketim Kültürü*”, Kadim Yayınları, s. 25-32
- Özyıldız, R. Hakan (1998) “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Karar Alma Prosedürü”, *Hazine Dergisi* , Sayı: 11 , s.69-70

- Payaslıoğlu, H. Bülent (1999) “Globalizasyon Nedir? Global Krizin Türkiye'ye Etkisi Ne Olmuştur?”, www.antrak.org.tr/gazete/011999/bulentp.htm, (erişim tarihi: 01.04.08)
- Pınar, Taşkıran “Uluslararası Barışın Korunması Bağlamında, Birleşmiş Milletler (BM)’in Geçen 60 Yılıın, Örgüt ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi” *Jeopolsar Politik Araştırmalar Uluslararası İlişkiler Dergisi*, www.jeopolsar.com (erişim tarihi: 31.01.2008)
- Sabır, Hasan (2002) “Küreselleşme Sürecinde Ekonomik Kriz ve Tobin Vergisi”, *Vergi Sorunları Dergisi*, Sayı 170, s. 138.
- Sarı, Aydın (1995) *Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi
- Seyidođlu, Halil (1998) “*Uluslararası İktisat*”, Ankara: Turhan Kitabevi, s. 101-113
- Seyidođlu, Halil (1992) “*Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*”, Ankara: Güzem Yayınları. s. 87-95
- Seyrek, İ. (2002); *Küreselleşme Sürecinde İktisat Politikaları ve Yakınsama Tezi*, G.Ü. İİBF Özel Sayısı.
- Sezal, İlhan, (2002) “*Sosyolojiye Giriş*”, İstanbul: Martı Yayınları
- Sönmez, Mustafa (1995) “Önce Rantiye, Sonra Sanayici”, *Ekonomik Forum, TOBB Aylık Dergisi*, Yıl:2, Sayı:5, s.6.
- Singh, A. (2002); “Capital Account Liberalization, Free Long- Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development”, *ESRC Centre For Business Research*, University of Cambridge Working Paper, No. 245, December, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP245.pdf>, 03.08.2003.
- Sönmez, S. (2004) “Finansal Birikim Modelinin ‘Pornografik’ Özü, Boyutları ve Sonuçları: Türkiye Örneği”, *İşletme ve Finans*, Sayı:223, s:53-68
- Subaşı-Ertekin, Meriç (2000) “Doğrudan Dış Yatırımların Yatırımcı Ülke Ekonomisine Etkileri”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı :1, Cilt:2, S.63-71
- Şahin, Hüseyin (2000) “*Türkiye Ekonomisi*”, Bursa: Ezgi Yayınevi
- Tanören, D.(2009),*Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri:Türkiye Örneği* Yayınlanmamış Yüksek Tezi. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Taylor, M. P. ve L. SARNO (1997), “*Capital flows to developing countries: Long and short term determinants*”, The World Bank Economic Review, vol. 11, no: 3, ss: 451–470.

- TCMB (1998) “Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü”, *Hazine Dergisi* 75. Yıl Özel Sayısı, s.76-77
- Tuncer, Selahattin (2000) “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları”, *Mükellefin Dergisi*, Sayı:90 , s.106-107
- Tüzün, Çiğdem (1996) “Yabancı Sermaye ve Gümrük Birliği”, *Ekonomik Forum TOBB Aylık Dergisi*, Yıl:3 , Sayı: 2 , s.28-29
- Ufuk, Mehmet Tahir (2001) “Yabancı Sermayeli Kuruluşların Yabancı Ortaklarının Hisselerine Tekabül Eden Kar ve Temettünün Vergilendirilmesi ve Bunların Yurtdışına Transferine İlişkin Düzenlemeler”, *Vergi Dünyası*, Yıl:20, Sayı:236 , s.20-23
- Yased II (1989) “Avrupa Ekonomik Topluluğu ile Bütünleşmede Yabancı Sermaye Yatırımlarının Rolü”, YASED İnceleme Yarışması II Yayın No: 34, İstanbul
- Yayman, Hüseyin (2000) “1980 Sonrası Türkiye’de Özelleştirme Uygulamalarının Gelişimi ve Kamu Yönetimi Üzerine Etkileri”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı:3 , Cilt:2, s.137-138
- Yeldan, Erinç (1995), “Türkiye’de Finansal Serbestleştirme Deneyimi, Petrol İş Yıllığı 95-96”, *İstanbul: Petrol İş Send. Yayınları*.
- Yeldan, Erinç (2003) “Macroeconomic Development in Turkey”, <http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/> [Yazılar](#) BSB/Turkey2004February.pdf (erişim tarihi: 12.04.2008)
- Yentürk, Nurhan, (1997), “Finansal Serbestlik Ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri”, *Gazi Üniversitesi Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, no.27, ss:57-58
- Yetkiner, Erkan (2001)“Vergi Cennetleri ve Yabancı Sermayenin Vergi Cenneti Ülkeleri Seçme Nedenleri”, *Vergi Dünyası*, Yıl:20, Sayı: 235, s.92.
- Yıldırım, Hilal (2003) “Yabancı Sermaye ve ABD’ye Yönelik Portföy Yatırımları”, *Ekonomi ve Toplum Dergisi*, Cilt 5, Sayı:2, s.5
- Zorlu, Abdulkadir (2005) “Modern Tüketim Tarihinden Tüketim Araştırmalarına”, *Tüketim Sosyolojisi Dergisi*. Cilt 4, Sayı:3, s.15
- Williamson, J. ve M. Mahar (1998); “A Survey of Financial Liberalization”, *Essays In International Finance*, No:211, November.
- Wallace, Helen. “At Odds with Europe.” *Political Studies*, vol. 45, no. 4 (September 1997), s. 677-688.

EKLER

Altın Külçe Fiyatları 1992-2007

1992 Yılı Altın Fiyatları	1993 Yılı Altın Fiyatları	1994 Yılı Altın Fiyatları	1995 Yılı Altın Fiyatları	1996 Yılı Altın Fiyatları	1997 Yılı Altın Fiyatları	1998 Yılı Altın Fiyatları	1999 Yılı Altın Fiyatları
01-1992 61.980	01-1993 94.275	01-1994 201.625	01-1995 490.000	01-1996 777.750	01-1997 1.285.200	01-1998 1.979.000	01-1999 2.981.250
02-1992 66.050	02-1993 98.250	02-1994 227.750	02-1995 500.125	02-1996 843.250	02-1997 1.360.000	02-1998 2.166.250	02-1999 3.197.500
03-1992 68.750	03-1993 101.125	03-1994 285.750	03-1995 516.100	03-1996 876.400	03-1997 1.425.000	03-1998 2.255.000	03-1999 3.360.000
04-1992 70.875	04-1993 105.950	04-1994 367.400	04-1995 536.125	04-1996 928.250	04-1997 1.468.500	04-1998 2.445.000	04-1999 3.487.000
05-1992 74.400	05-1993 119.775	05-1994 377.000	05-1995 539.250	05-1996 973.200	05-1997 1.531.400	05-1998 2.463.000	05-1999 3.553.750
06-1992 76.900	06-1993 128.200	06-1994 381.250	06-1995 541.800	06-1996 995.750	06-1997 1.598.500	06-1998 2.478.750	06-1999 3.486.250
07-1992 80.000	07-1993 142.733	07-1994 381.800	07-1995 557.750	07-1996 1.027.750	07-1997 1.606.750	07-1998 2.551.000	07-1999 3.546.000
08-1992 78.666	08-1993 141.500	08-1994 390.250	08-1995 583.875	08-1996 1.068.800	08-1997 1.714.000	08-1998 2.520.000	08-1999 3.640.000
09-1992 83.433	09-1993 139.250	09-1994 428.800	09-1995 595.000	09-1996 1.108.250	09-1997 1.784.500	09-1998 2.593.750	09-1999 3.792.500
10-1992 85.025	10-1993 150.260	10-1994 443.000	10-1995 622.250	10-1996 1.157.500	10-1997 1.875.600	10-1998 2.690.000	10-1999 4.720.000
11-1992 89.250	11-1993 164.033	11-1994 451.750	11-1995 651.250	11-1996 1.205.200	11-1997 1.861.250	11-1998 2.833.750	11-1999 4.757.500
12-1992 91.820	12-1993 176.375	12-1994 459.300	12-1995 718.600	12-1996 1.251.000	12-1997 1.860.000	12-1998 2.868.750	12-1999 4.826.000

2000 Yılı Altın Fiyatları	2001 Yılı Altın Fiyatları	2002 Yılı Altın Fiyatları	2003 Yılı Altın Fiyatları	2004 Yılı Altın Fiyatları	2005 Yılı Altın Fiyatları	2006 Yılı Altın Fiyatları	2007 Yılı Altın Fiyatları
01-2000 5.041.250	01-2001 5.882.500	01-2002 12.537.500	01-2003 19.950.000	01-2004 18.360.000	01-2005 18.539	01-2006 22.520	01-2007 28.404
02-2000 5.592.500	02-2001 5.935.000	02-2002 12.833.333	02-2003 18.800.000	02-2004 17.400.000	02-2005 17.942	02-2006 23.289	02-2007 29.375
03-2000 5.435.000	03-2001 8.000.000	03-2002 12.935.000	03-2003 18.362.500	03-2004 17.375.000	03-2005 18.182	03-2006 23.771	03-2007 29.423
04-2000 5.421.250	04-2001 9.806.250	04-2002 12.950.000	04-2003 17.312.500	04-2004 17.880.000	04-2005 18.479	04-2006 26.879	04-2007 29.582
05-2000 5.541.250	05-2001 9.837.500	05-2002 14.300.000	05-2003 16.740.000	05-2004 18.875.000	05-2005 18.727	05-2006 31.368	05-2007 28.554
06-2000 5.675.000	06-2001 10.520.000	06-2002 15.822.500	06-2003 15.662.500	06-2004 18.987.500	06-2005 18.366	06-2006 30.551	06-2007 27.788
07-2000 5.730.000	07-2001 11.462.500	07-2002 16.837.500	07-2003 15.362.500	07-2004 18.770.000	07-2005 18.237	07-2006 31.714	07-2007 27.609
08-2000 5.736.250	08-2001 12.510.000	08-2002 16.450.000	08-2003 16.440.000	08-2004 19.312.500	08-2005 18.504	08-2006 30.123	08-2007 27.761
09-2000 5.886.000	09-2001 13.812.500	09-2002 16.962.500	09-2003 16.875.000	09-2004 19.737.500	09-2005 19.133	09-2006 28.221	09-2007 28.789
10-2000 5.917.500	10-2001 14.900.000	10-2002 16.522.500	10-2003 17.660.000	10-2004 20.300.000	10-2005 20.243	10-2006 27.569	10-2007 29.383
11-2000 5.871.250	11-2001 13.585.000	11-2002 17.032.000	11-2003 18.725.000	11-2004 20.600.000	11-2005 20.234	11-2006 28.842	11-2007 30.462
12-2000 5.852.500	12-2001 12.937.500	12-2002 18.016.667	12-2003 18.937.500	12-2004 20.000.000	12-2005 22.372	12-2006 28.824	12-2007 30.533

FAİZ ORANLARI (Mevduat Faiz Oranı, Yıllık Ortalama)
(%)

	ABD
1992	3.7
1993	3.2
1994	4.6
1995	5.2
1996	5.4
1997	5.3
1998	5.5
1999	5.4
2000	6.5
2001	3.7
2002	1.8
2003	1.2
2004	1.6
2005	3.5
2006	5.2
2007	4.9

(*) : Kısa ve orta vadeli (genellikle 3 ay ile 1 yıl) mevduatlara uygulanan oran

HAM PETROL VARİL FİYATI (ABD \$)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
OCAK	17,0	16,6	13,4	16,6	18,3	23,3	15,1	10,3	24,5	23,4	18,6	27,6	30,3	38,3	57,1	51,7
ŞUBAT	19,1	17,1	13,8	17,3	17,9	21,0	13,3	9,9	26,7	24,5	19,2	30,2	28,5	39,6	59,4	51,9
MART	16,4	18,0	13,9	17,1	19,4	19,4	12,5	10,8	27,3	22,7	21,3	28,2	31,1	47,0	57,3	56,9
NİSAN	17,8	17,1	14,6	18,0	20,2	16,7	11,8	13,7	23,7	23,2	23,6	24,9	30,5	47,6	64,6	60,1
MAYIS	18,7	17,4	16,0	17,3	20,0	17,2	13,0	14,3	25,1	25,2	23,9	23,9	32,8	44,5	65,0	62,6
HAZİRAN	19,8	16,3	15,9	17,8	18,6	17,3	11,1	14,8	27,6	25,8	23,1	25,2	32,6	50,3	63,5	66,3
TEMMUZ	19,6	15,5	16,9	15,7	19,0	17,4	10,1	17,2	26,8	23,2	24,1	25,6	33,5	52,5	66,9	70,4
AĞUSTOS	19,2	15,2	16,6	15,5	19,7	18,1	11,0	19,2	25,9	23,5	25,2	27,2	38,2	57,9	67,7	69,1
EYLÜL	19,4	14,7	15,3	16,0	21,6	17,1	12,0	22,0	28,7	24,7	25,9	26,5	38,3	59,1	60,6	72,6
EKİM	19,3	15,7	16,4	15,9	23,5	18,8	12,5	22,0	28,6	20,4	26,3	27,8	43,0	55,8	55,0	78,2
KASIM	19,7	14,6	17,3	16,4	22,9	18,5	10,5	23,1	29,4	18,2	23,1	27,6	40,3	51,5	54,9	87,0
ARALIK	17,5	13,4	16,3	17,8	23,2	17,4	9,4	24,8	25,6	17,6	25,9	28,4	35,3	53,1	56,3	88,0
YILLIK ORT.	18,6	16,0	15,5	16,8	20,4	18,5	11,9	16,9	26,7	22,7	23,3	26,9	34,5	49,8	60,7	67,9

1992-2007 YILLARI ARASI DOĞRUDAN VE PORTFÖY YATIRIMLARI

(Milyon ABD Dolar)

	Doğrudan Yatırımlar	Gelir	Gider	Portföy Yatırımları	Gelir	Gider
1992	-145	10	-155	-36	231	-267
1993	-243	10	-253	264	428	-164
1994	-102	10	-112	-542	189	-731
1995	-272	40	-312	-742	240	-981
1996	-175	32	-207	-517	379	-896
1997	-142	61	-203	-53	862	-915
1998	-227	101	-328	15	1.284	1.269
1999	-167	146	-313	89	1.130	1.041
2000	89	368	-279	-434	1.300	1.734
2001	52	361	-309	-694	1.253	1.947
2002	-108	293	-401	-835	1.409	2.244
2003	-440	203	-643	1.207	1.409	2.616
2004	-799	244	1.043	1.195	1.710	2.905
2005	-850	201	1.051	-924	2.402	3.326
2006	1.053	129	1.182	-662	2.801	3.463
2007	2.105	108	2.213	383	4.118	3.735

DÖVİZ KURLARI

YILLAR	ORTALAMA DOLAR KURU
1992	6.887,5
1993	10.986,0
1994	29.704,3
1995	45.673,5
1996	81.083,6
1997	151.429,0
1998	260.040,1
1999	420.126,2
2000	623.704,0
2001	1.225.411,8
2002	1.505.839,5
2003	1.493.067,8
2004	1.422.341,2
2005	1,3408
2006	1,4311
2007	1,3015

(1) 1 Ocak 2005 tarihinden önce TL olarak ifade edilmiştir

(2) 1 \$+1,5 Euro ağırlığına göre, görelî fiyat hesaplarında ABD için üretici fiyatları, Euro Bölgesi için PPI ve Türkiye için TÜFE kullanılarak DPT tarafından hesaplanmıştır.

GAYRİ SAFİ SABİT SERMAYE OLUŞUMU

'Harcamalar yöntemiyle gayri safi yurtiçi hasıla, 1992-2007 (sabit fiyatlarla, Milyon TL)

1992	1.Dönem-1.Quarter	4.752.550		2000	1.Dönem-1.Quarter	6.280.768
	2.Dönem-2.Quarter	5.825.273			2.Dönem-2.Quarter	8.725.868
	3.Dönem-3.Quarter	6.253.131			3.Dönem-3.Quarter	9.563.276
	4.Dönem-4.Quarter	6.315.757			4.Dönem-4.Quarter	8.711.184
	Toplam-Total	23.146.711			Toplam-Total	33.281.095
1993	1.Dönem-1.Quarter	5.359.552		2001	1.Dönem-1.Quarter	5.472.941
	2.Dönem-2.Quarter	7.426.948			2.Dönem-2.Quarter	5.943.768
	3.Dönem-3.Quarter	8.053.407			3.Dönem-3.Quarter	6.019.189
	4.Dönem-4.Quarter	8.407.381			4.Dönem-4.Quarter	5.346.828
	Toplam-Total	29.247.288			Toplam-Total	22.782.726
1994	1.Dönem-1.Quarter	5.872.743		2002	1.Dönem-1.Quarter	3.910.933
	2.Dönem-2.Quarter	5.797.604			2.Dönem-2.Quarter	5.824.346
	3.Dönem-3.Quarter	6.680.950			3.Dönem-3.Quarter	6.356.446
	4.Dönem-4.Quarter	6.225.644			4.Dönem-4.Quarter	6.440.321
	Toplam-Total	24.576.942			Toplam-Total	22.532.047
1995	1.Dönem-1.Quarter	4.955.006		2003	1.Dönem-1.Quarter	4.368.379
	2.Dönem-2.Quarter	6.596.166			2.Dönem-2.Quarter	6.194.181
	3.Dönem-3.Quarter	7.337.708			3.Dönem-3.Quarter	6.545.614
	4.Dönem-4.Quarter	7.933.929			4.Dönem-4.Quarter	7.673.845
	Toplam-Total	26.822.808			Toplam-Total	24.782.018
1996	1.Dönem-1.Quarter	5.970.157		2004	1.Dönem-1.Quarter	6.885.105
	2.Dönem-2.Quarter	7.779.942			2.Dönem-2.Quarter	9.129.835
	3.Dönem-3.Quarter	8.817.358			3.Dönem-3.Quarter	8.251.885
	4.Dönem-4.Quarter	8.030.357			4.Dönem-4.Quarter	8.535.458
	Toplam-Total	30.597.814			Toplam-Total	32.802.283
1997	1.Dönem-1.Quarter	6.474.308		2005	1.Dönem-1.Quarter	7.593.249
	2.Dönem-2.Quarter	8.943.387			2.Dönem-2.Quarter	10.954.550
	3.Dönem-3.Quarter	9.953.363			3.Dönem-3.Quarter	10.780.695
	4.Dönem-4.Quarter	9.766.081			4.Dönem-4.Quarter	11.354.076
	Toplam-Total	35.137.138			Toplam-Total	40.682.570
1998	1.Dönem-1.Quarter	7.093.554		2006	1.Dönem-1.Quarter	10.033.823
	2.Dönem-2.Quarter	8.810.834			2.Dönem-2.Quarter	12.486.815
	3.Dönem-3.Quarter	9.210.929			3.Dönem-3.Quarter	11.995.942
	4.Dönem-4.Quarter	8.652.906			4.Dönem-4.Quarter	11.856.727
	Toplam-Total	33.768.223			Toplam-Total	46.373.306
1999	1.Dönem-1.Quarter	5.729.677		2007	1.Dönem-1.Quarter	10.332.065
	2.Dönem-2.Quarter	7.406.817			2.Dönem-2.Quarter	13.682.670
	3.Dönem-3.Quarter	7.929.942			3.Dönem-3.Quarter	12.680.487
	4.Dönem-4.Quarter	7.406.349			4.Dönem-4.Quarter	13.524.976
	Toplam-Total	28.472.785			Toplam-Total	50.220.197

TÜKETİCİ FİYATLARI ENDEKSİ (YILLIK ORTALAMA YÜZDE DEĞİŞME)

	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1992	65.72	68.85	70.3	71.23	71.66	71.48	71.07	70.52	70.45	70.57	780.6	70.08
1993	68.42	66.71	65.02	63.8	63.56	63.79	64.59	65.19	65.35	65.3	65.55	66.09
1994	66.9	68.1	69.3	74	79.3	83.8	87.1	90.1	93.6	97.7	101.8	106.3
1995	109.6	113.2	116.3	113.3	109	105.3	102.1	99.48	97.26	94.93	92.43	89.11
1996	85.99	83.19	80.93	80.48	80.79	81	81.04	80.99	80.53	80.2	80.14	80.35
1997	79.98	79.88	79.63	79.28	78.86	78.54	79.09	79.83	80.92	92.31	83.88	85.73
1998	88.04	89.88	91.43	92.55	93.35	93.97	93.55	92.56	91.37	89.6	87.31	84.64
1999	81.53	78.54	75.81	73.48	71.33	69.52	68.17	67.13	66.06	65.29	64.75	64.87
2000	65.22	65.77	66.13	66.04	65.89	65.25	64.34	63.14	61.6	59.59	57.61	54.92
2001	52	48.91	46.54	45.63	45.25	45.49	45.88	46.53	47.83	49.84	51.92	54.4
2002	57.5	60.7	51.8	62.8	61.7	60.1	58.4	56.6	54.2	51.2	48.2	45
2003	41.3	37.9	35.5	33.8	32.7	31.7	30.7	29.5	28.4	27.4	26.3	25.3
2004	24.4	23.2	21.7	20	18.2	16.5	15.1	14	12.9	12	11.3	8.6
2005	8.497	7.437	8.397	8.42	8.534	8.687	8.683	8.636	8.63	8.47	8.314	8.179
2006	8.073	8.03	8.048	8.105	8.21	8.136	8.642	8.837	9.05	9.25	9.44	9.597
2007	9.761	9.924	10.15	10.3	10.24	10.11	9.704	9.461	9.173	8.981	8.86	8.756

TÜİK VERİLERİNE GÖRE UYUMLAŞTIRILMIŞ GAYRİ SAFİ YURTIÇİ HASILA

	BİN TL.		BİN DOLAR	YÜZDE DEĞİŞME		GSYH
	CARİ FİYATLARLA	1998 FİYATLARIYLA	CARİ FİYATLARLA	CARİ FİYATLARLA	1998 FİYATLARIYLA	GDP DEFLATOR, %
1992	1.469.755,1	54.052.352	210.583.825	73,5	6,0	63,7
1993	2.664.115,9	58.399.252	238.377.450	81,3	8,0	67,8
1994	5.200.118,5	55.213.184	176.955.492	95,2	-5,5	106,5
1995	10.434.646,6	59.183.688	225.940.654	100,7	7,2	87,2
1996	19.857.342,6	63.329.692	243.411.534	90,3	7,0	77,8
1997	38.762.506,0	68.097.659	253.705.729	95,2	7,5	81,5
1998	70.203.147,2	70.203.147	270.946.852	81,1	3,1	75,7
1999	104.595.915,5	67.840.570	247.543.705	49,0	-3,4	54,2
2000	166.658.021,5	72.436.399	265.384.360	59,3	6,8	49,2
2001	240.224.083,1	68.309.352	196.736.198	44,1	-5,7	52,9
2002	350.476.089,5	72.519.831	230.494.220	45,9	6,2	37,4
2003	454.780.659,4	76.338.193	304.901.341	29,8	5,3	23,3
2004	559.033.025,9	83.485.591	390.386.833	22,9	9,4	12,4
2005	648.931.711,8	90.499.731	481.496.931	16,1	8,4	7,1
2006	758.390.785,2	96.738.320	526.429.394	16,9	6,9	9,3
2007	843.178.421,4	101.254.625	648.753.606	11,2	4,7	6,2

(1) TÜİK tarafından açıklanmış olan büyüme hızları kullanılarak,DPT tarafından hesaplanmıştır.

FAİZ ORANLARI

(Yüzde)

	Tasarruf Mevduatı Faiz Oranı	TCMB Reeskont Faiz Oranı	İnterbank Gecelik Faiz Oranı
1992	74,2	48,0	67,8
1993	74,8	48,0	69,9
1994	95,6	55,0	92,1
1995	92,3	50,0	106,3
1996	93,8	50,0	74,3
1997	96,6	67,0	77,9
1998	95,5	67,0	79,0
1999	46,7	60,0	69,9
2000	45,6	60,0	199,0
2001	62,5	60,0	59,0
2002	48,2	55,0	44,0
2003	28,6	43,0	26,0
2004	22,1	38,0	18,0
2005	20,4	23,0	13,5
2006	23,7	27,0	17,5
2007	21,0	25,0	15,8

(1) Faiz oranları, yılın son ayında cari olan oranları yansıtmaktadır; tasarruf mevduatı faiz oranları için bir yıl vadeli tasarruf mevduatı faiz oranı, İnterbank faiz oranı için interbank gecelik faiz oranı aylık ortalama değerleri verilmektedir.

ABD ÜRETİMİ

Yıllar	Milyon USD
1992	9.190.053
1993	9.452.214
1994	9.837.242
1995	10.084.641
1996	10.461.788
1997	10.928.061
1998	11.403.991
1999	11.954.506
2000	12.449.193
2001	12.583.603
2002	12.811.800
2003	13.137.337
2004	13.592.955
2005	14.010.392
2006	14.382.767
2007	14.657.913

