



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

**ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE MAKRO
EKONOMİK ETKİLERİ**

YÜKSEL LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
İlknur DELİOĞLU TÜRKER**

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Ali ACARAVCI**

Hatay-2010

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKERLERE MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Yüksek Lisans Tezi, İlknur DELİOĞLU TÜRKER

İktisat Anabilim Dalı, 2010

Danışman: Doç. Dr. Ali ACARAVCI

ÖZET

Bu yüksek lisans tezinde, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin, seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri ekonometrik modellerle analiz edilmiştir. Tez, yabancı sermaye, yabancı sermaye yatırımlarının çeşitleri, yabancı sermaye gereksinim nedenleri, yabancı sermayenin bir ülkeye gelişini etkileyen faktörler, dünyada yabancı sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimi ve ekonomi üzerine etkileri konularını kapsamıştır. Sermaye Hareketlerinin makroekonomik değişkenler üzerine etkileri, Granger nedensellik modelleri kullanılarak incelenmiştir.

Çalışmanın sonuçlarına göre 13 gelişmekte olan ülke arasından 3'ünde sermaye hareketleri ile büyüme arasında, 6'sında sermaye hareketleri ile enflasyon arasında anlamlı bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Araştırılan diğer ülkelerde ise sermaye hareketleri ile seçilmiş makro ekonomik değişkenler arasında anlamlı bir nedensellik ilişkisi bulunmamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketleri daha çok kısa vadeli olduğundan iç tasarruflara ve ekonomik kalkınmaya katkısı olmamaktadır.

ANAHTAR KELİMELER

Sermaye hareketleri, Gelişmekte olan ülkeler, VAR modeli.

THE EFFECT OF THE INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS ON MACROECONOMIC VARIABLES IN DEVELOPING COUNTRIES

Master's Thesis, İlknur DELİOĞLU TÜRKER

Department of Economics, 2010

Supervisor: Doç. Dr. Ali ACARAVCI

ABSTRACT

The purpose of this thesis is to analyse the effects of foreign capital flows on chosen macroeconomic variables using econometric models. in developing countries. It consists the explains foreign investments and the types of foreign investments. And explains the reasons of the need for the foreign capital, the factors that effect incoming foreign capital investment. The progress of the foreign capital investment in the world throughout the history the effects of the foreign capital investment on developing countries is explained. This study investigates the effects of capital flows on macroeconomic variables by using Granger causality models.

According to the results of the study from 13 developing countries, there is a significant relationship between capital flows and economic growth in 3 countries and between capital flows and inflation in 6 countries. In other developing countries, chosen macroeconomic variables with the capital flows has no relation with the meaningful causality.

KEY WORDS

Capital flows, Developing countries, VAR model.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖZET VE ANAHTAR KELİMELER	i
ABSTRACT AND KEYWORDS.....	ii
İÇİNDEKİLER.....	iii
TABLOLAR LİSTESİ.....	vi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	vii
KISALTMALAR	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SERBESTLEŞME VE ULUSLARARASI SERMAYE

HAREKETLERİ.....5

1.1. Finansal Serbestleşme	5
1.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri	6
1.2.1. Uluslararası Sermaye Türleri	6
1.2.1.1. Özel Sermaye Hareketleri	7
1.2.1.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar	7
1.2.1.1.2. Portföy Yatırımları	8
1.2.1.1.3. Diğer Yatırımlar	8
1.2.1.2. Resmi Sermaye Hareketleri.....	9

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYA EKONOMİSİNDE VE GOÜ'LERDE

FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ.....12

2.1. Dünya Ekonomisinde Finansal Serbestleşme Süreci ve Uluslararası Sermaye Hareketleri.....	12
2.1.1. 1970 Öncesi Dönem.....	12
2.1.2. 1970'li ve 1980'li Yıllar.....	16
2.1.3. 1990 Sonrası Dönem.....	16
2.2. GOÜ'lerde Finansal Serbestleşme Süreci ve Uluslararası Sermaye Hareketleri	17

2.2.1. GOÜ’lerde Uluslararası Sermayenin Dağılımı	18
2.2.2. Uluslararası Sermayenin GOÜ’lere Yönelme Nedenleri	23
2.2.2.1. Yatırım Yapılan Ülke Ekonomisi Açısından	24
2.2.2.2. Yatırımcı Ülke Ekonomisi Açısından	25

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ.....29

3.1. Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme Süreci	29
3.2. 1980 Öncesi Dönemde Sermaye Hareketleri	30
3.3. 1980 -1990 Dönemi Sermaye Hareketleri	31
3.4. 1990 -2000 Dönemi Sermaye Hareketleri	33
3.5. 2000 ve Sonrası Dönem Sermaye Hareketleri	35

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ.....38

4.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkileri	39
4.1.1. Büyüme Üzerine Etkisi	39
4.1.2. Döviz Kuru Üzerine Etkisi	42
4.1.3. Para Politikası Üzerine Etkisi	44
4.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler	47
4.2.1. 1982 Dış Borç Krizi	48
4.2.2. 1994 Meksika Krizi	49
4.2.3. 1997 Asya Krizi	50
4.2.4. 1998 Rusya Krizi	53
4.2.5. 1999 Brezilya Krizi	55
4.2.6. 2001 Arjantin Krizi	55
4.2.7. Türkiye’de Yaşanan Finansal Krizler	57
4.2.7.1. 1994 Krizi	58
4.2.7.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri	59

BEŞİNCİ BÖLÜM
GOÜ'LERDE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN
SEÇİLMİŞ MAKRO EKONOMİK DEĞİŞKENLER

ÜZERİNE ETKİLERİ.....	64
5.1.Araştırma Yöntemi.....	64
5.1.1. Durağanlığın Tespiti	65
5.1.1.1. Dickey-Fuller ve Genişletilmiş Dickey Fuller Testi	66
5.1.1.2. Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi	67
5.1.2. VAR Modeli.....	68
5.1.3. Granger Nedensellik Testi	71
5.1.4 Etkiye Tepki Fonksiyonları.....	72
5.1.5. Varyans Ayrıştırması	72
5.2. Modelin İşleyişi.....	73
5.2.1. Değişkenler İçin Durağanlık Analizi	74
5.2.2. Değişkenler Arasında Granger Nedensellik Analizi	77
5.2.2.1. Büyüme ve Sermaye Hareketleri Arasında Granger Nedensellik Analizi.....	77
5.2.2.2. Enflasyon ve Sermaye Hareketleri Arasında Granger Nedensellik Analizi.....	80
5.2.2.3. Etkiye Tepki Analizi Sonuçları.....	81
5.2.2.4. Varyans Ayrıştırması Analizi Sonuçları	83
 SONUÇ VE ÖNERİLER.....	 86
 KAYNAKLAR	 90
 Ek-1 Etkiye Tepki Grafikleri.....	 101
 Ek-2 Varyans Analizi Grafikleri.....	 105

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa

Tablo 1. GOÜ'lere Net Sermaye Girişinin Türlerine Göre Dağılımı (%)	21
Tablo 2. Net Portföy Yatırımlarının Dağılımı.....	23
Tablo 3. Emek Maliyeti (İmalat Sanayi-Saat/\$)	26
Tablo 4. Türkiye’de Yıllara Göre Sermaye Yatırımları (1980-1989).....	32
Tablo 5. Türkiye’de Yıllara Göre Sermaye Yatırımları (1990-1999).....	34
Tablo 6. Türkiye’de Yıllara Göre Sermaye Yatırımları (2000-2003).....	35
Tablo 7. Yıllar İtibariyle Kuruluş Türlerine Göre Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Sayısı.....	37
Tablo 8. Türkiye’de DYY ve Büyüme Oranları	41
Tablo 9. GOÜ’lerde DYY ve Büyüme Oranları (Milyon USD).....	42
Tablo 10. Seçilen GOÜ’lerde Temel Ekonomik Göstergeler.....	46
Tablo 11. M2Y/Rezervler	51
Tablo 12. Reel Döviz Kuru	52
Tablo 13. Kriz Yaşayan Ülkeler (Tüm değerler % GSYİH).....	56
Tablo 14. 1990-1995 Yılları Arasında Türkiye’deki Bazı Makro Göstergeler.....	58
Tablo 15. Kriz Öncesinde ve Kriz İçinde Sermaye Hareketleri, Milyon \$.....	61
Tablo 16. Veri Tanımları Ve Kaynakları	74
Tablo 17. (GSYİH) ADF Birim Kök Sınaması Sonuçları	75
Tablo 18. (Fiyat) ADF Birim Kök Sınaması Sonuçları	76
Tablo 19. (Sermaye Hareketleri) ADF Birim Kök Sınaması Sonuçları.....	76
Tablo 20. Sermaye Hareketleri- Büyüme Arasındaki Nedensellik	79
Tablo 21. Sermaye Hareketleri- Enflasyon Arasındaki Nedensellik	81
Tablo 21. Sermaye Hareketleri ve Makro Ekonomik Değişkenler	85

ŞEKİLLER LİSTESİ**Sayfa**

Şekil 1. GOÜ'lere Resmi ve Özel Fon Akışları.....	20
Şekil 2. Doğrudan Sermaye Yatırımlarının Dağılımı	22
Şekil 3. Sabit ve Esnek Kur Sisteminde Döviz Kuru.....	43

KISALTMALAR DİZİNİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Augmented Dickey Fuller Test (Genişletilmiş Dickey Fuller Testi)
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme
AIC	Akaike Information Criteria (Akaike Bilgi Kriteri)
a.g.e	adı geçen eser
ÇUŞ	Çok Uluslu Şirketler
DF	Dickey Fuller
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırımlar
E	Enflasyon
G	Büyüme
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
ILO	International Labour Organization (Uluslararası Çalışma Örgütü)
IMF	International Monetary Fund (Uluslar arası Para Fonu)
OECD	Organization of European Economic Cooperation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı)
SC	Schwarz Information Criteria (Schwarz Bilgi Kriteri)
SH	Sermaye Hareketleri
TL	Türk Lirası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Ajansı)
VAR	Vector Autoregression (Vektör Otoregresyon)
YSAÜ	Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkeleri
\$	Amerikan Doları

GİRİŞ

Yabancı sermaye yatırımları sanayi devrimi ile başlamış, çok uluslu şirketler (ÇUŞ) ile birlikte büyük bir ivme kazanmıştır. I. ve II. Dünya Savaşları ve ardından yaşanan 1929 ekonomik bunalımı içe dönük ekonomi politikaları uygulanmasına neden olsa da özellikle iletişim ve ulaşım araçlarında olmak üzere teknolojiye sağlanan gelişmeler küreselleşme eğilimlerini artırmış bunun sonucunda sermaye hareketliliği de hız kazanmıştır.

1974 Petrol Krizi ve Bretton Woods Sistemi (BWS)'nin yıkılışı, dünya ekonomisinde yapısal değişimleri zorunlu hale getirmiştir. Gelişmiş ülkelerin, sömürge ülkelerin ucuz hammadde, işgücü ve pazar olanaklarından yararlanma çabalarıyla başlayan sermaye hareketliliğine, hızlı büyümeyi ve kalkınmayı hedefleyen gelişmekte olan ülkeler (GOÜ)'de 1990'lı yıllarda ulusal piyasalarını uluslararası sermayeye açarak dahil olmuşlardır. Uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması, yabancı sermayenin GOÜ'lerin piyasalarına kolaylıkla girip çıkabilmesine olanak sağlamaktadır.

GOÜ'ler uluslararası piyasalarda rekabet edebilmek, kamu ve cari açıklarını finanse edebilmek maksadıyla yabancı sermayeyi ülkelere çekmek için yüksek faiz ve düşük döviz kuru politikaları uygulamışlar, sermayeyi teşvik edici ekonomik ve hukuki düzenlemeler yapmışlardır. Başlangıçta, bu yeni sürece dahil olup, bunun olanaklarından yararlanma yolunu seçen GOÜ'ler zamanla öngörmedikleri sorunlarla karşı karşıya kalmışlardır. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte, ülkelerin, para politikası, faiz haddi ve kur üzerindeki etkinlikleri zayıflamıştır. Sermaye girişleri, yerli paranın değer kazanmasına neden olarak dış ticarete açık sektörleri olumsuz etkilemiştir. Faiz ve kur politikalarından yararlanarak, kısa vadede rant elde etmeye çalışan ancak riskli dönemlerde ülkeyi terk edebilen kısa vadeli sermaye hareketleri, makroekonomik değişkenler üzerinde bozucu etkiler yaratmakta, GOÜ'lerin siyasi ve iktisadi politika uygulamalarını etkileyerek bu politikalarının etkilerini azaltmaktadır.

GOÜ'lere yönelik uluslararası sermaye hareketleri ve sermayenin bu ülkeler üzerindeki etkisi, günümüzde iktisat biliminin çeşitli alanlarında tartışma konusu olmaktadır. Konuya ilişkin literatür, ağırlıklı olarak Neoklasik ve onun günümüz uzantısı olan neoliberal görüşe dayanmaktadır. Buna göre finansal serbestleşmeyle gelen yüksek miktarda sermaye, tasarrufları harekete geçirir ve sermaye daha üretken kullanımlara taşınarak, ekonomileri olumlu etkiler. Bu görüş doğrultusunda, finansal serbestleşme ve uluslararası sermayeden pay almak için çeşitli reformların gerçekleştirilmesi, tasarrufları yetersiz olan, sanayileşme aşamasını henüz gerçekleştirememiş GOÜ'lere bir reçete olarak sunulmaktadır. Öyle ki, Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından yapısal sorunların neden olduğu ekonomik sıkıntılarla uğraşan GOÜ'lere "serbestleşme" reformları içeren reçeteler çare olarak gösterilmektedir.

Çeşitli ülkelerde kaçınılmaz olarak uygulanan serbestleşme politikaları, dünya mal ve hizmet akımlarının ötesinde artış göstererek büyük boyutlara ulaşan sermaye hareketliliğine neden olmuş, sanayileşmesini henüz tamamlayamamış ülkelerde makro ekonomik istikrarsızlık ve beraberinde krizlerin yaşanmasında önemli bir rol oynamıştır. GOÜ'lerin sermaye hareketlerinden azami kar sağlayarak, asgari zarar görmeleri için uygulayacakları politikaların saptanmasında, küreselleşme ile birlikte artan yabancı sermaye hareketlerinin ortaya çıkardığı etkilerin net olarak belirlenmesi büyük önem taşımaktadır.

Bu bağlamda, çalışmanın amacı; dünyada yaşanan finansal serbestleşme sürecine paralel olarak, 1990'lı yıllarda sermaye hareketleri önündeki kısıtlamaları kaldırarak, uluslararası finansal sermaye hareketlerine açılan GOÜ'lerdeki, uluslararası sermaye hareketlerinin seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini analiz etmektir.

Çalışmamız, GOÜ'lere yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin incelenmesini içeren beş bölüm ve bir ekten oluşmaktadır. Finansal serbestleşme ve uluslararası sermaye hareketlerinin kavramsal olarak incelendiği birinci bölüm iki kısımdan oluşmaktadır. İlk kısımda, finansal serbestleşme kavramı ve finansal serbestleşme politikalarının kuramsal temelleri ele alınmıştır. İkinci kısımda ise

finansal serbestleşmeyle önem kazanan uluslararası sermaye hareketleri kavramsal düzeyde incelenmiş, alt bölümlerinde sermaye hareketlerinin türleri açıklanmıştır.

Dünya ekonomisinin bugünkü durumunu tahlil edebilmek için, dünya ekonomisinin değişimini, gelişmiş ve GOÜ ekonomilerini serbestleşme sürecine götüren nedenlerin ve finansal serbestleşme olgusunun tarihsel gelişim içerisinde incelendiği ikinci bölüm üç kısımdan oluşmuştur. Öncelikle dünya ekonomilerinde finansal serbestleşme süreçleri ve sermaye hareketlerinin gelişimi incelenmiş, arkasından araştırmanın asıl konusunu oluşturan GOÜ'lerde sermaye hareketlerinin durumu, ülkelere göre farklılıkları ve ülke ekonomilerine katkıları araştırılmıştır.

Konunun Türkiye açısından incelendiği üçüncü bölümde tarihsel süreç içerisinde Türkiye'de finansal serbestleşme ve sermaye hareketlerinin gelişimine yer verilerek dönemler itibariyle sermaye hareketlerinin ve uluslararası sermaye türlerinin değişimi incelenmiştir.

1990'lı yıllarla birlikte ekonomik gelişme açısından önemli işleve sahip olan sermaye hareketlerinin nedenleri sonuçları ve etkileri mercek altına alınmaya başlanmıştır. GOÜ'lerde yaşanan krizler finansal serbestleşmenin zamanlamasını, sermaye hareketlerinin ülkelerin makro ekonomilerini nasıl etkilediğine ilişkin sorunları gündeme taşımıştır. Bu bağlamda çalışmanın dördüncü bölümünde sermaye hareketleriyle makroekonomik istikrar arasındaki etkileşim incelenmiş ve çeşitli ülke deneyimleri aktarılmıştır. Sermaye hareketlerinin seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri ayrıntılı olarak analiz edilmeye çalışılmış, GOÜ'lerde yaşanan krizlere yer verilerek sermaye hareketleri ile ekonomik krizlerin ilişkisi tartışılmıştır.

Çalışmanın son bölümünde ise, GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin makro ekonomik değişkenler üzerine etkileri zaman serisi analizine dayalı ekonometrik yöntemler kullanılarak araştırılmıştır. Bu bağlamda, ilk olarak, çalışmada kullanılan ekonometrik yöntem açıklanmıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin makro ekonomik değişkenler üzerinde ne denli etkili olduğu sorusu, GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkilerinin araştırılmasına yönelik ana hipotezimiz olmuştur. Ekonometrik analiz, ana hipotez

doğrultusunda oluşturulan hipotezlerin sınanmasını içermiştir. Sonraki kısım, elde edilen uygulama sonuçları ile sonuçların yorumlanmasına ayrılmıştır. Sonuç bölümünde ise, elde edilen bulgulara dayanarak yapılan değerlendirmeler ve politika önerilerine yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SERBESTLEŞME VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Finansal serbestleşme, devletin ekonomiye müdahalesinin en aza indirilmesi, ekonominin kendiliğinden işleyişine engel olan kısıtlamaların kaldırılarak piyasa mekanizmasına işlerlik kazandırılması şeklinde ifade edilebilir.

Finansal serbestleşme ve beraberinde gelişen sermaye hareketlerinin oluşumunu yeterince anlamaksızın buna bağlı olarak geliştirilen teori ve politikaları değerlendirmek, ülke ekonomilerine etkilerini araştırmak olanak dışıdır. Bu nedenle, çalışmamızda önce finansal serbestleşme fikrinin doğuşu ve gelişimi incelenecek, uluslararası sermaye hareketlerinin oluşumu ele alınacaktır.

1.1. Finansal Serbestleşme

Finansal serbestleşme, 18. yüzyıl sonunda Fransa’da ve İngiltere’de merkantilizme tepki olarak ve sanayileşmeyle birlikte değişen yapının öncülüğünde Liberal iktisadi düşünce olarak ortaya çıkmıştır. Sanayileşmeyle yükselen yeni girişimci sınıf, merkantilizmin tekellerinin, kamu denetiminin, ayrıcalıkların, soyluların toprak mülkiyetinden doğan gücünün yerini, toplumda kendi çıkarları için özgürlüğün, bireysel girişimin ve bireysel denetimin almasını istemiş ve bu süreçte söz konusu dünya görüşünü haklı gösterecek yeni bir ideolojinin oluşmasına yol açmıştır. Bu ideolojik yapının sloganı “bırakınız yapsınlar”, ekonomik alandaki yansıması ise “iktisadi serbestleşme ” olmuştur (Kazgan, 1997: 47).

Ticari anlamda serbestleşme, mal ve hizmet ticareti üzerindeki devlet kontrolünün kaldırılmasını ve uluslararası mal ve hizmet piyasaları ile bütünleşmesini amaçlarken, finansal serbestleşme, finansal araçlar üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla finansal bütünleşmeyi hedeflemektedir (Atamtürk, 2007: 76). Finansal serbestleşme, ilk defa klasik iktisadi düşüncede anlamını bulan ve serbest piyasa işleyişini temel alan bir kavramdır.

Finansal serbestleşme, günümüzde küreselleşme olgusu ile birlikte anılır hale gelmiştir. 1980'li yılların başlarından itibaren uygulamaya konulan finansal reform süreci, kesintilere uğramasına rağmen birçok ülkede devam etmektedir. Bu süreç iki aşamada incelenebilir. Reformların birinci aşamasını 1980'lerden başlayan ve 1990'lı yıllara kadar devam eden dönem oluşturmaktadır. Bu dönemde birçok ülke mali piyasalarla ilgili finansal baskı döneminden kalma yasaları kaldırmış ya da yeniden düzenlemiştir. 1990'lı yıllardan sonra ise, faiz sınırlamaları kaldırılmış, kredi politikaları değiştirilmiş, bankacılık sektörüne giriş çıkışı serbest hale getirecek düzenlemeler yapılmış, yabancı sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmış menkul kıymetler borsaları ve sermaye piyasaları kurulmuştur.

1.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri

18. yüzyılın ikinci yarısından itibaren sanayi devrimini gerçekleştiren ülkelerin uluslararası ekonomik faaliyetlerde bulunması ve AGÜ'lerin dış kaynaklara yönelmesi, sermayenin küresel ölçekte hareketlenme sürecini başlatmıştır (Sönmez, 1998: 78). Uluslararası piyasalarda görülen küreselleşme olgusu, ülkelerarası ticaretin ve sermaye akışının önündeki engelleri kaldırıcı bir etki yapmış ve GOÜ'lerde uygulanan liberal ekonomik politikalar ve finansal serbestleşme politikalarının da etkisiyle sermaye hareketleri hızlanarak, bu ülkelerin finansal piyasalarının gelişmesine katkıda bulunarak dış dünya ile bütünleşmelerinde önemli bir rol oynamıştır.

Uluslararası sermaye hareketi, bir ülkedeki yerleşik bir kişinin bir başka ülkedeki yerleşik kişiye fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile ortaya çıkmaktadır (Uzunoğlu vd., 1995:34).

1.2.1. Uluslararası Sermaye Türleri

Uluslararası Sermaye hareketlerini, ev sahibi ülkede kaldığı süreye göre kısa ve uzun vadeli; kullanıldığı alanlarına göre kalkınma amaçlı, teknik amaçlı, savunma amaçlı ve ticari amaçlı; yönlendirildiği kurumlar açısından özel ve resmi olarak ayırmak mümkündür. Bu çalışmada, Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından yapılan

sınıflandırma, diğer sınıflandırmalarda kullanılan niteliklerle bağlantı kurularak ele alınmıştır. Bu sınıflandırmaya göre sermaye hareketlerinin yönlendirilmesinde daha etkin rol oynayan kurumlar açısından sermaye hareketleri, özel sermaye hareketleri ve resmi sermaye hareketleri olarak iki ana gruba ayrılır.

1.2.1.1. Özel Sermaye Hareketleri

“Özel” kelimesi, ülkeye gelen yabancı sermayenin o ülkenin devletine değil, vatandaşlarına ait olduğunu göstermektedir (Karluk, 2001:100). Özel sermaye hareketleri içerisinde; yabancı ülkelerde bina, fabrika, arazi ve tesis gibi reel nitelikli fiziki değerlerin elde edilmesi doğrudan yabancı yatırım (DYY), tahvil, hisse senedi gibi menkul kıymetlerin satın alınmasıyla elde edilen mali nitelikli yatırımlar portföy yatırımı (PY) ve para piyasasında işlem gören fonları kapsayan diğer yatırımlar olarak sınıflandırılmaktadır.

1.2.1.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı, bir ülkede bir firmayı satın almak veya yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini artırmak yoluyla o ülkede bulunan firmalar tarafından diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımdır (Karluk, 2001: 22).

DYY, özellikle II. Dünya Savaşından sonra, dünya ekonomisinde hızlı bir artış göstermesi ile birlikte gittikçe artan bir öneme sahip olmuştur. DYY, düşük faiz ve üretim maliyetleri nedeniyle kârlılık oranları yüksek, büyüme dinamizmi olan, makro dengeleri oturmuş, iç talebin canlı ve eğitilmiş işgücünün yüksek bulunduğu ekonomileri tercih eder. Bu şekilde ülkeye çekilen yabancı sermayenin ekonomiye kazançları sadece finansman olmaz. Ayrıca yönetim bilgileri, pazarlama teknikleri, yeni teknoloji ile verimliliği artıran ürünler hakkında bilgi, patent-lisans gibi mali olmayan olanaklar da yaratır (Ayvaz, vd., 2006: 178). DYY'nin bir diğer genel özelliği döviz transferidir. Çok uluslu şirketler (ÇUŞ), DYY yaparken ev sahibi ülkeye genellikle döviz transfer ederler.

Hindleberger'e göre dünyada gerçekleştirilen yabancı sermaye yatırımlarının etkileri "toplamı sıfır olmayan bir oyundur" (non-zero-sum game). Bu iddia DYY'dan hem yatırımcı hem de ev sahibi ülkenin kazançlı çıkacağını vurgular (Kula, 2003:143).

1.2.1.1.2. Portföy Yatırımları

Kısa vadeli mali piyasalar para piyasaları, uzun vadeli piyasalar ise sermaye piyasaları olarak bilinir. Para piyasalarının temel aracı kurumları, ticari bankalardır. Bir faiz geliri elde etmek için tasarrufların fonlarını mevduat biçiminde bankalara yatırmaları, fon ihtiyacı olan kişi ve kuruluşların da bir faiz ödeyerek bankalardan kredi almaları para piyasasının temelini oluşturur. Sermaye piyasası ise tahvil ve hisse senedi menkul değerlerin alım ve satımıyla ilgilidir. Menkul değer yatırımlarına portföy yatırımı (PY) denilmektedir. Menkul değer alım satımlarının sınır ötesi bir nitelik taşıması durumunda da uluslararası PY denilmektedir (Seyidoğlu, 2007: 568).

DYY gibi PY'lerde siyasi ve ekonomik istikrar yatırımcı için önemlidir. Çünkü öngörülemeyen faktörlerin ortaya çıkması zarar etme olasılığını arttırmaktadır. PY'lerinde gözetilen unsurlar temel ekonomik göstergelerin sağlamlığı, yüksek karlılık, kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar ve vergilerdir.

1.2.1.1.3. Diğer Yatırımlar

Diğer yatırımlar, para piyasasında işlem gören fonları kapsar ve özel ticari bankaların dış ticaretin finansmanına yönelik uluslararası ödünç verme işlemlerinden kaynaklanır ve kısa veya uzun vadeli borçlanma yoluyla yurtdışındaki özel sermaye fonlarının getirilmesinden oluşur. Para piyasasından sağlanan fonlar, kredi olarak işletmelerin dönen varlıklarının finansmanında kullanılır.

Son yıllarda dünya sermaye piyasalarında yaşanan küreselleşme para piyasalarındaki işlem hacmini de hızla geliştirmiş, şirketler ve hükümet kuruluşları fon bulmak açısından iç finans piyasalarına bağlı kalmak zorunluluğundan kurtulmuşlardır. Bankalar, firmaların dış ticaretini finanse etmek amacıyla uluslararası para piyasalarına kısa ya da uzun vadeli borçlanırlar. Bu sayede

yurtdışındaki özel sermaye fonları yurtiçine getirilerek yurtiçine göre maliyet avantajına sahip olmaktadır. 1 yıldan uzun vadeli fonlara uzun vadeli diğer yatırımlar denilirken, vadesi 1 yıldan kısa fonlar kısa vadeli diğer yatırımlar denilmektedir. Yatırım ve Kalkınma Bankaları, IMF, Dünya Bankası (WB), bankaların oluşturdukları konsorsiyumlar, hükümetler ve diğer kuruluşlar bu tür sermaye hareketlerinin kaynağıdır (Plihon, 1995: 55).

1.2.1.2. Resmi Sermaye Hareketleri

Resmi sermaye hareketleri, gelişmiş ekonomilerin, az gelişmiş ekonomilere yaptıkları bağış ve kredi şeklindeki yardımlardır. Bağış şeklinde gerçekleşen yardımlar sonucu uluslararası bir transfer söz konusu iken, kredi şeklinde gerçekleşen yardımlar devletlerarası bir borçlanmayı tanımlamaktadır. Resmi sermaye hareketleri içinde bağışların payı oldukça düşüktür. Krediler borç niteliğinde olup, vade sonunda anapara ve faizi geri ödenir. Bu krediler, GOÜ'lere yapılan dış yardım niteliğinde olduğundan ticari kredilere göre daha düşük faizlidir ve geri ödeme süreleri uzundur.

Resmi krediler, proje ve program kredileri, bağlı ve serbest krediler, iki yanlı ve çok yanlı hükümet kredileri olarak sınıflandırılır. Proje kredileri, yürütülen projenin ihtiyaç duyduğu ithal mal ve hizmetler için yapılacak harcamaları karşılamak üzere döviz olarak kullanılır. Bir başka deyişle, bu krediler sadece belli bir projenin dış finansmanının sağlanmasına yöneliktir (Candan, 2007: 47). Bir projeye bağlı olmaksızın, kalkınmanın dış finansman ihtiyacını karşılamak için verilen krediler ise program kredileri olarak adlandırılmaktadır.

Proje kredileri sağlayan uluslararası mali kuruluşlar, projenin seçimi, tanımlanması, amaçlarının belirlenmesi, proje uygulaması, kredinin kullanım dilimleri, muhasebe kayıtları, satın alma usulleri, projelerde istihdam edilecek personel, kredilerin denetimini yapacak denetçilerin belirlenmesi gibi birçok konuda koşullar öne sürmekte ve kredilerin verilmesi ve kullanımı bu koşulların borçlu ülkelerce ilgili mali kuruluşun istekleri doğrultusunda yerine getirilmesine bağlı tutulmaktadır. Söz konusu koşullar kredilerin kullanımını güçleştirmekte ve çeşitli sorunlara neden olmaktadır. Bu nedenle GOÜ'lerce çok tercih edilmemektedir.

Kredi kullanımının serbest olup olmamasına göre yapılan ayırmda, kredinin ya belirli bir ülkeden çeşitli mal ve hizmet alımlarında kullanılması ya da belirli mal ve hizmetlerin satın alınması koşuluyla verilmesine bağlı kredi denir. Eğer ülke aldığı krediyi istediği ülke piyasasında ya da mal ve hizmet alımında kullanmasında sınırlama yoksa bu kredi türüne de serbest kredi denir (Han ve Kaya 2004: 64).

GOÜ'lere kredi verenin bir ülke bir finansman kuruluşu ya da konsorsiyum olmasına göre dış krediler ikili veya çok taraflı krediler olarak adlandırılır. Bu krediler dışında GOÜ'lerin dış finansman kaynağı olarak başvurdukları mali ve teknik yardımlar, gıda maddeleri yardımı, resmi ihracat kurumlarının yardımları ve dış yardım kuruluşlarınca oluşturulmuş konsorsiyum yardımları resmi nitelikteki sermaye hareketleridir

Günümüzde GOÜ'lerin kalkınması için çok yanlı kredi sağlayan kuruluşların başında Dünya Bankası gelmektedir. Dünya Bankası denilince ilk akla gelen Uluslararası Yeniden Yapılandırma ve Kalkınma Bankası (The International Bank for Reconstruction and Development –IBRD) olmakla birlikte, gerçekte bu deyim, Uluslararası Kalkınma Birliği (The International Development Association-IDA), Uluslararası Finansman Kurumu (The International Finance Corporation-IFC), Çok Taraflı Yatırım Garanti Ajansı (The Multilateral Investment Guarantee Agency-MIGA) ve Uluslararası Yatırım Anlaşmazlıkları Çözüm Merkezi (The International Centre for Settlement of Investment Disputes-ICSID)'nden oluşan 5 ayrı kurumu ifade eder.

Uluslararası Tarımsal Araştırma Danışma Grubu (Consultative Group of International Agricultural Research- CGIAR) da Dünya Bankası'nın bir yan kuruluşu olmakla birlikte yazılı statüsü olmayan gayri resmi bir gruptur (Parasız, 2004: 34) .

Dünya Bankası dışında yöre ülkelerin iktisadi kalkınmalarına katkıda bulunmak amacıyla kalkınma bankaları kurulmuştur. Bunlar; Avrupa Yatırım Bankası (European Investment Bank-EIB), İslami Kalkınma Bankası (Islamic Development Bank-IDB), Asya Kalkınma Bankası (Asian Development Bank-ADB), Afrika Kalkınma Bankası (African Development Bank-AFDB), Amerika Kıtası Kalkınma Bankası (Inter-American Development Bank-IDB), Karayipler

Kalkınma Bankası (Caribbean Development Bank-CDB), Doğu Afrika Kalkınma Bankası (East African Development Bank-EADB), Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (European Bank for Reconstruction and development-EBRD) olarak sayılabilir (Seyidoğlu, 2007: 646).

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYA EKONOMİSİNDE VE GOÜ'LERDE

FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ

Küresel pazardan pay almak isteyen ülkeler finansal sistemlerini serbestleştirmeye yönelik anlaşmaları gündemlerine almış, bu tür politikaları uygulamaya koymuş, finans piyasaları üzerindeki miktar ve fiyat sınırlamalarını kaldırmışlardır. Dünya ekonomisinde 1980'li yıllarda başlayan bu dönüşüm, finansal sermaye hareketlerinin dünya mal ve hizmet üretiminin çok üzerinde boyutlara çıkmasına neden olmuştur. Dünya ekonomisinin bugünkü durumunu tahlil edebilmek için, dünya ekonomisindeki değişimi, gelişmiş ve GOÜ ekonomilerini bu süreçte götüren nedenleri ve finansal serbestleşme olgusunu incelemek gerekmektedir.

Bu bağlamda, çalışmanın bu bölümde öncelikle dünya ekonomilerinde finansal serbestleşme süreçleri ve sermaye hareketlerinin gelişimi incelenmiş, arkasından araştırmanın asıl konusunu oluşturan GOÜ'lerde sermaye hareketlerinin durumu, ülkelere göre farklılıkları ve ülke ekonomilerine katkıları araştırılmıştır.

2.1. Dünya Ekonomisinde Finansal Serbestleşme Süreci ve Uluslararası Sermaye Hareketleri

Tarihsel süreç içerisinde ülkeler kapsam ve boyutları itibarıyla ekonomik anlamda çeşitli serbestleşme aşamaları geçirmişlerdir. Genel anlamda 1970'li yıllar dünya ölçeğinde sermaye hareketlerinin ve beraberinde ekonomik ilişkilerin arttığı dönemlerdir. Bu nedenle dünya ekonomilerinde finansal serbestleşme incelenirken 1970 ve öncesi dönem, 1970 ve 80'li yıllar ile 1990 ve sonrası olarak üç dönem itibarıyla ele alınmıştır.

2.1.1. 1970 Öncesi Dönem

Modern siyasal tarih açısından Batı'nın ilk dünyaya açılımı yani ilk küreselleşme tarihi, 1492'de Kolomb'un yeni dünyayı keşfi ile başlamıştır. Bu

dönem ekonomik olarak Merkantilizm siyasal olarak da Monarşilerin yönetim yapısının egemen olduğu dönemdir. İkinci küreselleşmenin temeli Sanayi Devrimi olmuştur. Batı'nın sanayisi için hammadde arayışı çerçevesinde, Avrupa'nın ulus devletlerinin emperyalist ve sömürgeci politikaları bağlamında ortaya çıkmıştır (Terzioğlu, 2007: 23). Ancak liberal iktisadi düşüncenin başlangıcı 18. yüzyıl sonunda Fransa'da ve İngiltere'de merkantilizme karşı oluşan yeni sanayi kapitalizmidir. Yeni yükselen girişimci sınıf, toplumda kendi faaliyetini sınırlayacak bütün kayıtlara karşı çıkmıştır.

Sanayileşmiş, gelişmiş ya da merkez konumundaki ülkeler uzun vadeli sürdürülebilir bir ekonomik yapıyı sağlamak için uluslararası ticarete serbestleşmeyi hedefleyen politikaları ön plana almışlardır. Liberal iktisadi öğretiyi savunan iktisatçılar; Fizyokratlar, Klasik Okul ve Neoklasik Okul olmak üzere üç okulda toplanmışlardır (Kazgan, 1997: 40). 17.yüzyılın ikinci yarısından itibaren, Fransa tarımsal kapitalizm teorisini geliştirirken, İngiltere'de tarımsal kapitalizm aşaması tamamlanmış ve sanayi kapitalizminin kurulması aşamasına gelmiştir. 1789 Fransız İhtilali ile Ortaçağdan kalan kurumlar silinmiş, bireycilik ve özgürlük iktidara gelen burjuvanın sloganı olmuştur. Yeni yükselen diğer devletler de Fransa ve İngiltere'yi izlemişler, Almanya ve Amerika gibi güçlü devletler kendi topraklarında yeniden yapılanmaya başlamışlardır. Bunu gerçekleştirirken diğer pazarları kendi mallarına ve hizmetlerine açarak kitlesel üretim maliyetlerini düşürmeyi hedeflemişler böylece ucuz hammaddeyi denizaşırı topraklardan sağlamışlardır. Daha sonraki evrede sermaye için güvenli yatırım alanları bulma dürtüsü devreye girmiştir. Çünkü kendi topraklarındaki sermaye getirisi düşerken geniş toprakları kapsayan güçsüz ülkelerde inanılmaz karlar sağlamak mümkündür. Bu durum, günümüzde gerçekleşen uluslararası sermaye hareketliliğinin ana düşüncesini oluşturmaktadır. Ancak bu sermaye hareketliliği bazen baskılar sonucu bazen de savaşlarla sağlanmaya çalışılıyordu. Örneğin İngiltere, Çin pazarını kendi mallarına ve sermayesine açabilmek için (1839-1842) yılları arasında "Afyon Savaşları" diye bilinen savaşları yapmak zorunda kalmıştır (Kazgan, 1999: 31). Aynı dönemde serbest ticareti ülkeler arasında hukuki temele dayandırmak maksatlı çeşitli anlaşmalar yapılmıştır.

1870'lerden Birinci Dünya Savaşı'na uzanan zaman diliminde altın standardı uygulanmıştır. Bu sistemde ulusal paraların değeri içerdiği sabit ağırlıkta ve saflıktaki altına eşittir. Birinci Dünya Savaşının patlak vermesiyle altın standardı uygulamasına ara verilmiştir. Ancak bu süreci atlatan ülkeler tekrar altın standardına dönmüşlerdir. Altına dönüş savaş öncesi paritelerle yapılmaya çalışılıyordu oysaki savaş ekonomisinin enflasyonist süreci ülkelerin göreceli rekabet güçlerini değiştirmişti (Seyidoğlu, 2007: 746).

Savaştan sonra birçok ülke devalüasyon yapmak durumunda kalmış ve sadece İngiltere İsviçre ve Hollanda paritelerini koruyabilmişlerdir. I.Dünya Savaşından sonra yürürlüğe konulan ikinci altın standardı başarı sonuçlar vermemiştir. Devletin giderek ekonomiye müdahalesi, serbest dış ticarete karşı korumacılığın yaygınlaşması, işsizlik, fiyat istikrarı, ekonomik kalkınma gibi yeni sorunların ortaya çıkması, altın standardından uzaklaşılmasına yol açmıştır. 1929 Dünya Ekonomik Krizi ikinci altın standardının yıkılmasına sebep olmuştur. 1929 bunalımı önce ABD'nin sermaye piyasalarında ortaya çıkmıştır. Kriz ile birlikte artan işsizlik ve noksan istihdam düşüncesi ülkeleri, kısa vadeli avantajlar sağlayacağı ümidiyle bazı politikalar uygulamaya yöneltmiştir. Ekonomik kriz ile birlikte artan işsizliğe engel olmak isteyen ülkeler, ithalatı kısmak, yerli üretimi ve ihracatı teşvik ederek istihdamı arttırmak amacıyla, devalüasyon yapmışlardır. Böylece, ithalat kısılrken ihracat artacak ve işsizlik sorunu çözümlenecektir. Fakat buna karşılık diğer ülkelerin ihracatları da azalacağı için, bu ülkelerde işsizlik artacaktır.

Sonuç olarak bu politikalar, bir ülkenin sorunlarını diğerlerine satarak çözme anlamını taşıdığı için, "komşuyu zarara sokma" (beggar my neighbour) veya işsizliğin ihracına yönelik politikalar olarak tanımlanmıştır (Eroğlu ve Eroğlu, 2009:125). Savaştan sonra sadece ABD doları ve İsviçre frangı tam konvertibl para birimi niteliklerini koruyabilmiştir. Sterlin sahası içinde ödemeler nispeten serbest bir şekilde yapılabilmiş, bu saha dışındaki ticaret iki taraflı ödeme usullerine kaydırılmış, yüksek gümrük tarifeleri ve sıkı miktar kısıtlamaları yaygınlaşmıştır. Rekabetçi devalüasyonlar artmış, bu durum ticareti daha da daraltmıştır. Bütün bu sebepler ile daha savaş bitmeden sosyalist blok dışında kalan ülkelerin katılımıyla, dünya ticaretini serbestleştirerek, çok taraflı ticarete imkân sağlayacak bir uluslararası ticari ve mali sistemin esaslarını belirlemek üzere ABD'nin Bretton

Woods kentinde 1944 yılında bir Konferans toplanmıştır. Bu Konferans sonucunda uluslararası para sisteminin esasları, yeniden belirlenmiştir (Mundell, 1997: 6). Ayrıca, Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankasının (IBRD: Dünya Bankası) kurulmasına karar verilmiştir. Bu sistem altında sadece ABD kendi parasını altın olarak tanımlamakta (1 ons Altın = 35 \$), diğer ülkeler ise kendi para birimlerini ABD Dolarına sabit kur üzerinden bağlamaktaydı.

Altın değişim standardından ikinci kez vazgeçilmesinin arkasında ise “Triffin ikilemi” (Triffin dilemma) duruyordu. Triffin (1960), Bretton Woods sisteminin uzun dönemde ayakta kalmasının imkânsız olduğunu ve güven sorunu nedeniyle çökeceğini öngörmekteydi. Buna göre, ülkelerin uluslararası ticaretinin giderek büyümesi uluslararası rezerv ihtiyacını artıracak, bu durumda Merkez Bankaları mecburen USD varlıklarını artırmak durumunda kalacaktır. Bu durum ellerindeki USD varlıklarının ABD Hazinesinde mevcut altın rezervlerini aşacağı noktaya kadar devam edecektir. Fransa 1967 başında Londra’da oluşturulmuş altın fonundan ayrıldı. İzleyen gelişmelerle birlikte 15 Ağustos 1971’de ABD Başkanı Nixon açıklamada bulunarak Altın Standardı sistemini ortadan kaldırdı (Berksoy, vd., 1995: 22).

1950 sonrasında uluslararası ticaret büyük bir artış kaydetmiştir. Örneğin, 1950–1973 döneminde uluslararası ticaretin büyüme hacmi %9’un üzerinde olmuştur. Burada 1947 yılında imzalanan Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT)’nın önemli bir yeri vardır. Bu anlaşmanın imzalanmasının ardından küresel bir ticaret sisteminin kurulması yönünde önemli mesafeler kaydedilmiştir.

İkinci Dünya Savaşı’nın ardından kapitalist dünyada yaşanan hızlı büyüme ve refah dönemi, 1960’lı yılların ikinci yarısından itibaren, bu genişleme döneminin temelini oluşturan birikim tarzının tıkanması sonucu ortaya çıkan bir krizle son bulmuştur. Dünya ekonomisinin lider ülkelerinde, büyüme ve kâr oranlarındaki düşüş şeklinde ortaya çıkan kriz, o döneme dek geçerli olan Keynesçi politikaların, sistemin işleyişi önünde engel olmaya başlamasına neden olmuştur. Sistemin işleyişinin devam edebilmesi için, gelişmiş ülkelerde, sermayenin kârlılık sorununa bir çözüm bulunması, ulusal pazarlar içinde sıkışan finansal sermayenin, kendisine

daha kârlı yatırım alanları bulmak amacıyla hızlı bir şekilde uluslararası pazarlara açılması, serbestçe dolaşımının önündeki bütün engellerin kaldırılması gerekmiştir.

2.1.2. 1970’li ve 1980’li Yıllar

Sabit döviz kurunun çöküşü ile birlikte ABD, kendi ülkesindeki fazla sermayeyi uluslararası piyasalara aktarmaya başlamış ve bu durum uluslararası sermaye hareketlerini hızlandırmıştır. 1974 yılında ABD ile başlayan bu süreçte 1979 ve 1980 yıllarında İngiltere ve Japonya, 1981 yılında da Almanya finansal serbestliğe yönelik adımlar atmışlardır. Finansal serbestlik hareketleri içinde, ABD’de banka faiz oranları üzerine getirilen sınırlamalar kaldırılmış, bankacılık ve sermaye piyasalarını birbirinden ayıran sınırlar gevşetilmiş, sadece yetki aldığı eyalette bankacılık yapabilme zorunluluğu getiren bölgesel bankacılık düzenlemelerinden ulusal bankacılığa geçilmiştir. İngiltere ise 26 Ekim 1986’da Londra borsasını uluslararası işlemlere açmış, broker ile aracı kurumlar arasındaki ayrımları kaldırmış, yabancı bankaların İngiliz aracı kurumlarının tamamına sahip olabilme imkânını kazandırmıştır (Kaplan, 1999: 6).

Önce gelişmiş ülkelerde yaygınlaşan finansal serbestleşme süreci, daha sonra Latin Amerika ülkeleri başta olmak üzere pek çok GOÜ’de IMF önerileri doğrultusunda benimsenen “istikrar ve yapısal uyum” programlarının doğurduğu sonuçlara bağlı olarak derinlik kazanmıştır. Kambiyo rejimlerinin serbestleştirilmesi, özelleştirme, faizlere ve kurlara müdahale edilmemesi, bankalar için özel mülkiyet, sermaye hareketliliğini hızlandıran yapısal uyum ve istikrar politikalarındandır.

2.1.3. 1990 Sonrası Dönem

1990’lı yılların hemen başında ABD’de tahvil piyasasının yabancılara açılmasını sağlayan “SEC 144 A Yasası”, aynı yıllarda Japonya finansal piyasalarına yabancının girme serbestliğini sınırlandıran 65 sayılı yasanın yürürlükten kaldırılması ve AB ülkelerinin tüm sınırları kaldırma girişimlerinin finansal piyasaları da kapsıyor olması, küreselleşme olgusuna hız katmıştır (Parasız, 1995: 147).

Sermaye hareketlerindeki artışın nedenlerine bakılırsa, bunlar arasında öncelikle sermayenin ülkeler arasında kolayca dolaşımını sağlayan teknolojik gelişmeler, 1970'lerden sonra, değişen genel iktisadi iklim, gelişmiş ülke ekonomilerindeki gelişmelerden kaynaklanan nedenler ve GOÜ ekonomilerindeki gelişmelerden kaynaklanan nedenler bulunmaktadır. 1990'lı yıllar teknolojinin hız kazandığı, ticari ve ekonomik ilişkilerde bu teknolojinin kullanıldığı yıllar olmuştur. Dış ticaret işlemleri, internet ve gelişen bankacılık işlemleriyle hem daha güvenli hem de hızlı yapılır hale gelmiştir. Gelişen bu yeni iklim sonrasında sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin birçok ülkede kaldırıldığı görülmektedir. Bu süreçte, bazı ülkelerin kısa sürede bütün kontrolleri kaldırdığı bazı ülkelerin ise bunu zamana yaydığı dikkat çekmektedir.

Tüm dünya ülkelerinde olduğu gibi GOÜ'lerde de yaşanan ekonomik durgunluk, sürekli borçlanma ve ekonomik krizler uygulamada olan korumacı politikaların masaya yatırılmasını ve gelişmiş ülkelerde uygulanmaya konulan iktisadi serbestleşmeyi iktisadi gelişme ile özdeş tutan görüşlerin yaygınlık kazanmasına neden olmuştur. Dış kaynak bulmakta zorluk çeken GOÜ'lere yurtiçi finansal kaynakların artırılması ve durgunluktan çıkış için en uygun yöntem olarak finansal serbestleşme önerilmiştir (Mıhçı, 2000: 85).

2.2. GOÜ'lerde Finansal Serbestleşme Süreci ve Uluslararası Sermaye Hareketleri

GOÜ'lerde finansal serbestleşmenin ilk uygulamaları yurtiçi finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik uygulamalardır. Ardından sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik uygulamalar gelmiştir. 1980'lerin ortalarına kadar hemen hemen bütün gelişmiş ülkelerde yurtiçi ve yurtdışı finansal serbestleşme tamamlanmıştır. Aynı süreçte, GOÜ'ler, kapsamlı reformlarla finansal piyasalarını serbestleştirmeye yönelmişler, gelişmiş ülkelerdeki uluslararası sermayeyi ülkelerine çekmek ve dolaşımdaki sermayeden daha fazla pay alarak hem borçlarını azaltmayı hem de ekonomik yapılarını güçlendirmeyi hedeflemişlerdir (Özgen, 1998: 4).

Gelişmiş ülkelerin finansal serbestliğe geçişi 1970’li ve 1980’li yıllarda olmak üzere iki aşamada gerçekleşmiştir. 1970’lerin başında menkul kıymet borsaları serbestleştirilirken, yurtdışı finans sektörü ve sermaye hareketleri 1980’li yıllarda serbestleşmiştir. Gelişmiş ülkelerde serbestleşme süreci aşama aşama gerçekleşirken GOÜ’lerin bu yolu daha hızlı kat ettiği görülmektedir.

Ülkeler bazında serbestleşme aşamalarına bakıldığında, Latin Amerika ülkelerinin (Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru ve Venezuela) ilk olarak bankacılık sektörünü serbestleştirmiş oldukları görülmektedir. Gelişmekte olan Asya ülkeleri (Hong-Kong, Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Asya: Kore, Tayvan ve Tayland) bu konuda daha karışık bir strateji uygulamış, bazı ülkeler ilk olarak bankacılık sektörünü serbestleştirirken, diğerleri hisse senedi piyasalarına odaklanmışlardır. Asya ülkelerinde finansal piyasaların serbestleştirilmesi son aşamada gerçekleşmiştir (Kaminsky ve Schmukler, 2002: 12).

Aynı süreçte finansal serbestleşme politikaları uygulayan Lâtin Amerika, Uzak Doğu ve Türkiye örnekleri incelendiği zaman, sürecin her ülke için farklı yönde geliştiği dikkat çekmektedir. Ülkelerin hepsinde ihracata yönelik sanayileşme stratejisi tercih edildiği halde, öncelik verilen sektörler, getirilen teşvikler ve kontrol mekanizmalarının tesisi açısından farklı yöntemler takip edildiği görülmektedir. Serbestleşme konusunda da banka finans piyasalarının serbestliği ön plana çıksa da yöntem ve uygulamada farklılıklar gözlenmektedir. Bu uygulamalar sonucunda ulaşılması düşünülen daha küçük ve etkin işleyen bir kamu sektörüne ise özellikle özelleştirme ile varılmak istenmiştir (Devrim ve Altay, 1997: 214).

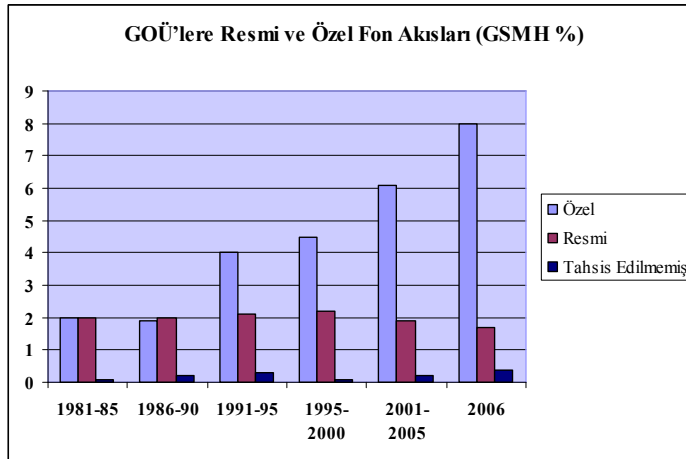
2.2.1. GOÜ’lerde Uluslararası Sermayenin Dağılımı

GOÜ’lere yönelik sermaye hareketlerinin niteliği dönemlere göre değişiklik arz etmektedir. 1950’li yıllarda GOÜ’lere yönelen sermaye hareketlerinin niteliği resmi kurumlardan bağışlar, mal transferleri ve iki taraflı anlaşmalardan oluşmaktaydı. Tablo 2.1’den görüleceği gibi 1983-1989 yıllarında resmi sermaye girişlerinin payı tüm sermaye içerisinde % 54 iken, özel sermaye girişleri % 46 olarak gerçekleşmiştir. Özel sermaye girişleri içerisinde en büyük payı DYY almıştır.

İkinci Dünya Savaşından Doğu Bloku'nun çözüldüğü 1989 yılına kadar ki yıllarda GOÜ'lerde uluslararası yatırımcılara ve bunların yaptığı yatırımlara karşı büyük bir şüphe oluşmuştur. Bu yıllar boyunca gelişmiş ülkelerin hemen hemen tamamında DYY çekebilmek için propoganda ve teşvikler yolu ile bir hayli çabalar sarfedilirken, GOÜ'lerde yabancı yatırımların ülke egemenliklerini tehlikeye sokacağı, orta ve uzun vadede gelirden daha çok döviz çıkışına yol açtığı ve dolayısıyla sömürgeciliğin bir aracı olduğu, yeterli önlem alınmadığında yerli firmaların yerini alacağı düşünülmüştür (DPT, 2000: 3).

1990'lı yıllara gelindiğinde GOÜ'lerin yabancı yatırımlara karşı bakış açısı değişmiş, dış borç ve yardımlara göre tercih edilir olmuştur. Şekil 1'deki gibi, fon akışlarındaki artış homojen bir dağılım göstermemekte, özel fon akışları hızlı bir yükseliş gösterirken resmi fon akışlarında bir istikrar göze çarpmaktadır. Özel fon akışları, örneğin DYY, 1980'den 2006'ya dört kat artmıştır. Öte yandan, resmi fon akışları, borç verme, bağış, borç silme gibi, 1981'de GSMH'ların %2'sinin az üstündeyken, 2000'de % 3'e ulaşmış ve 2006'da tekrar % 1.6'ya düşmüştür. Sonuç olarak, özel fonların istikrarlı bir artış gösterdiğini söyleyebiliriz. 1980'lerde özel ve resmi fonların birbirine yakın olduğu, 1990'larda özel fonların resmi olanların iki katına yükseldiği ve 2006'da kabaca dört katına yükseldiği görülmektedir (Uluçay, 2008:45).

Şekil 1. GOÜ'lere Resmi ve Özel Fon Akışları



Kaynak: IMF, “The Landscape of Capital Flows to Low-Income Countries” (aktaran, Uluçay, 2008: 45).

Finansal serbestleşme süreciyle birlikte yeni pazarlar arayan uluslararası sermaye hızlı bir şekilde GOÜ'lere yönelmeye başlamıştır. GOÜ'lerin tasarruf açıklarını kapatmak ve bu yolla ekonomik gelişmelerini gerçekleştirmek için dış finansal kaynaklara duydukları ihtiyaç, bu ülkelerin, finansal sermayeye, diğer ülkelerde elde edebileceğinden daha yüksek getiri sağlamalarını gerektirmiş, bu bağlamda uygulanan yüksek faiz oranı politikası, kısa vadeli sermayenin bu ülkelere yönelmesinde belirleyici olmuştur.

1982 yılı tarih sayfasına, borç krizi yılı olarak geçmiştir. Bu dönem içerisinde resmi sermaye hareketlerin ağırlığını yitirip yerini özel sermaye hareketlerine bırakması UNCTAD raporunda “Uluslararası likidite yaratma, küresel ticari bankaların borç verme kararlarına bağlanmış olup, borç verilirken uluslararası istikrarı sağlama ya da bireysel ülkelerdeki düzenlemeleri desteklemek fikri terk edilmiştir” şeklinde dile getirilmiştir. Özel sermaye içerisinde DYY, 1983-89 yıllarından 1990-98 yıllarına % 88'lik bir artış gözlenirken, portföy yatırımları aynı dönemde % 600 oranında artmıştır.

Tablo 1. GOÜ'lere Net Sermaye Girişinin Türlerine Göre Dağılımı (%)

	1983-1989	1990-1998
Resmi Sermaye Girişi	54	20
Resmi Kalkınma Yardımı	21	11
Diğer	33	9
Özel Sermaye Girişi	46	80
Doğrudan Sermaye Yatırımları	18	34
Portföy Yatırımları	3	21
Banka Borçları	16	24
Diğer Özel Kredi	9	1

Kaynak: UNCTAD, 1999 (aktaran, İnsel ve Sungur, 2003:4).

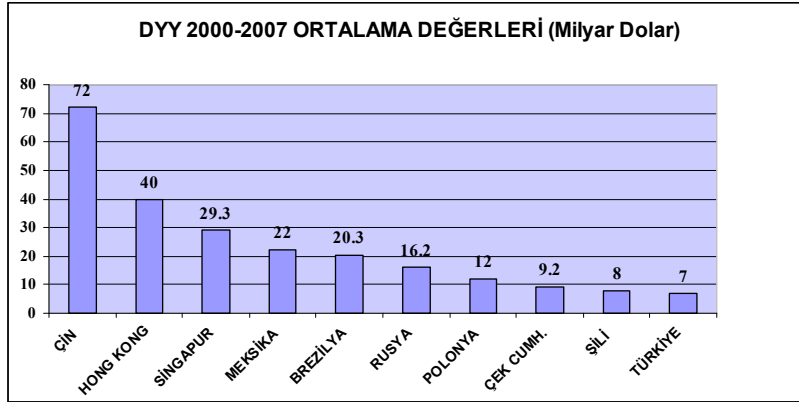
Sermaye hareketleri, uzun vadeli akımlar ve DYY'lerden daha çok kısa vadeli spekülasyon nitelikli olarak gerçekleşmiştir. Ancak kısa vadeli sermaye hareketleri ev sahibi ülkelerdeki kur ve faiz arbitajından faydalanarak yüksek kârlar hedeflemekte, riskli durumlarda ülkeyi terk ederek güvenli limanlar aramaktadır. Durum böyle iken yüksek miktarda sermaye çıkışları GOÜ'leri krizlere sürüklemektedir. Bu nedenlerden dolayı uluslararası sermayeden devamlı pay alarak sermaye açıklarını gidermeye çalışan GOÜ'ler daha çok DYY ülkelerine çekmeyi amaçlamışlardır.

Günümüzde uluslararası sermayeden yeterli derecede pay alma önemli olduğundan dünya genelinde bu konuda güven endeksleri düzenlenmektedir. Bu endeksler oluşturulurken emek fiyatı, altyapı uygunluğu, yasal yükümlülükler ve şeffaflık, siyasi ve ekonomik kriterler gibi faktörler hesaba katılmakta ve bir risk-etiri analizi yapılmaktadır. DYY'den en çok payı Çin almaktadır. Türkiye bu sıralamalara son yıllarda katılabilmektedir. Şekil 2'de 2000-2007 yılları arasında DYY'ın seçilen ülkelere göre dağılımı gösterilmiştir. 1980 sonrasında uygulanan liberal politikalar yabancı sermaye girişlerini de büyük ölçüde özendirici mahiyette olmuştur (Aytemiz, 2007: 17).

Tüm dünya ülkelerinde olduğu gibi GOÜ'lerde sermaye serbestliğine ait çıkarılan yasalar, bürokrasinin azaltılması, gümrük vergilerinin indirilmesi, kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi, yabancı yatırımların teşviki ve korunması anlaşmalarının yapılması, sermaye girişlerinde teşvik edici olmuştur. Bu adımlar

sonucu dış ticaret hacmindeki önemli artışlar kendisini sermaye hareketlerinde de göstermiştir (Erdilek, 1998: 20).

Şekil 2. Doğrudan Sermaye Yatırımlarının Dağılımı



Kaynak: T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni, İstatistikler, <http://www.hazine.gov.tr/irj/portal>.

DYY'ye ev sahipliği yapmak, dönemler itibarıyla farklı özelliklere sahip olmayı gerektirmiştir. II. Dünya Savaşı'nın hemen ertesinde, merkez ülkelerinin ihtiyaç duydukları hammaddelere sahip olmak yeterli bir koşulken, 1970'lerde ucuz işgücü yatırımın yapılması için önemli bir kıstas olmuştur. Günümüzün küreselleşen dünya ekonomisinde ise sadece ucuz işgücü yeterli bir ölçüt olmayıp tamamlayıcı politikalar zorunlu bir hale gelmiştir. Ayrıca belirleyici ekonomik olaylar da sermayenin yönünü ve türünü etkilemektedir. Örneğin, 1973 yılında ortaya çıkan Petrol krizi, II. Dünya Savaşı'ndan sonra hızlı bir artış gösteren DYY'lerin yavaşlamasına neden olmuştur. Bunun ilk nedeni yabancı petrol şirketlerinin ulusallaştırılması, ikinci nedeni GOÜ'lerde yabancı sermayeye karşı izlenen olumsuz tutum ve üçüncü olarak GOÜ'lerin uluslararası bankalardan temin ettikleri önemli hacimdeki krediler karşısında bu tür yatırımların gölgede kalmasıdır (Görgün, 2004: 22).

Finansal serbestleşmeyle sürecinde sermaye hareketlerinin resmi kanallardan özel kanallara kaymış olmakla birlikte, kriz dönemlerinde resmi nitelikli sermaye girişlerinin arttığı gözlenmektedir. Kriz yasayan ülkelere IMF ve Dünya Bankası kaynaklı resmi sermaye akışı nedeniyle, 1997-1999 döneminde resmi nitelikli sermaye girişleri artış göstermiştir.

Tablo 2. Net Portföy Yatırımlarının Dağılımı

	1984-89 ⁽¹⁾	1990-96 ⁽¹⁾	1994	1995	1996	1997	1998
GOÜ	4,9	51,1	85,8	22,2	52,5	51,7	38,0
Afrika	-0,8	-0,2	0,5	1,5	-0,3	2,9	2,8
Asya	1,5	6,7	11,5	10,0	10,1	7,5	-6,5
Ortadoğu ve Avrupa	5,1	12,3	13,0	9,0	2,8	3,0	7,5
Batı Yarımküre	-0,9	32,3	60,8	1,7	39,9	38,3	34,2
GSÜ	----	10,4	20,5	18,8	24,3	20,8	7,0
YSAÜ⁽²⁾	-0,5	2,5	0,3	-1,7	3,1	-5,9	-3,0
TOPLAM	4,4	64,0	106,6	39,3	79,9	66,6	42,0

Kaynak: IMF, World Economic and Financial Surveys, Aralık 1998, ss.84, (aktaran, Acaravcı, 2000:25).

1) Veriler, bu dönemler için yıllık ortalamalardır ve milyar ABD \$'dır.

2) Bazı Yeni Sanayileşmiş Asya Ülkeleri: G. Kore, Singapur ve Tayvan.

Tablo 2'den görüleceği gibi PY, 1984-89 dönemi için Ortadoğu ve Avrupa'daki GOÜ'de yoğunlaştığı halde 1990 ve sonrasında ağırlık Batı Yarımküredeki GOÜ'dedir. 1990-96 dönemi için yıllık ortalama 64 milyar \$ olan portföy yatırımlarının 32,3 milyar \$'ı bu bölgeye yönelmiştir. Dünya genelinde yaşanan krizler PY'nin dağılımını doğrudan etkilemektedir. Örneğin 1994-95 yıllarında Latin Amerika'da ve 1997 yılında Doğu Asya'da yaşanan kur krizleri, net portföy hareketlerini azaltıcı yönde etkilemiştir.

2.2.2. Uluslararası Sermayenin GOÜ'lere Yönelme Nedenleri

Bilginin hızla yayılması, teknolojik ilerlemeler, ulaşım, iletişim ve altyapı alanındaki hızlı gelişmeler ülkeler arasında ekonomik sınırları ortadan kaldırarak, ekonomik birlikteliklerin yolunu açmıştır. Bu birliktelikler sayesinde her türlü sermaye ülkeler arasında dolaşır hale gelmiştir. Özellikle GOÜ'ler, kalkınmanın finansmanı için ihtiyaç duydukları fonları sağlayabilmek amacıyla, hızlanan sermaye hareketlerinden pay alma yarışına girmiştir. Gerek DYY şeklinde gerekse PY şeklinde olan sermaye hareketlerinde sermayenin dolaşımını etkileyen bazı faktörler söz konusudur. Yatırımı gerçekleştiren ülke karını en çoklaştırmayı hedeflerken riske girmemeyi tercih etmektedir.

1990'lı yıllarda, sermaye hareketlerinin GOÜ'lere yönelmesini belirleyen temel faktörleri iki grupta incelemek mümkündür. İlki, GOÜ'lerin kendi ulusal

ekonomilerinde 1980'li yıllardan itibaren başlayan değişimle ilgili faktörlerden oluşurken; ikinci grup faktörler, GOÜ'lerin dışında, daha çok gelişmiş piyasa ekonomilerindeki gelişmelerle ilgilidir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 25). Buradan hareketle uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen faktörleri, yatırım yapılan ev sahibi ülke ve yatırım yapan ülke ekonomisi açısından incelemek mümkündür.

2.2.2.1. Yatırım Yapılan Ülke Ekonomisi Açısından

GOÜ'lerde tasarrufların yetersizliği ve sermayenin azlığı sebebiyle kalkınmanın finansmanı için uluslararası sermaye cazip olmaktadır. Uluslararası sermayeyi ülkeye çekme gereği ve sermaye kaçış tehdi, politika tasarımı, makroekonomik performans ve şirket yönetişimi alanlarında uluslararası standartların sağlanması için devleti ve şirketleri etkili biçimde güdüler. Sermaye hareketlerini çekmeye çalışan devletler aynı zamanda enflasyonla ve yolsuzlukla mücadeleye daha eğilimli olmaktadır. Çünkü yatırımcılar fiyat istikrarına, şeffaflığa ve hukukun üstünlüğüne büyük önem vermektedir (Chang ve Grabel, 2005: 147).

Bir ülkenin fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen hızlı artışlar ve bunun sonucunda oluşan belirsizlikler yerli yatırımcılar kadar yabancı yatırımcıların da arzu etmedikleri bir durumdur. Ülkenin tahmin edilenden daha yüksek bir enflasyon değerine sahip olması aynı zamanda ülke para biriminin yabancı para birimleri karşısında değerinin tahminini de uzun dönemde belirsizleştirmektedir. Bu belirsizlik genellikle hammadde bakımından büyük oranda dışa bağımlı olan GOÜ ve AGÜ'lerde yatırım yapacak şirketlerin üretim ve satış maliyetlerinde artışa neden olmaktadır (Açıkgöz, 2006: 14).

GOÜ'lerde sermaye birikimi yetersizliği nedeniyle yatırımların azlığından kaynaklanan önemli işsizlik sorunları yaşanmaktadır. Uluslararası yatırımlarla bu ülkelerdeki sermaye açığı kapatılarak yeni istihdam olanakları yaratılmaktadır. Bu katkı dolaylı olarak gelir etkisi yaratmakta, gelir etkisi ise talep yaratarak piyasanın canlılığını ve ekonominin büyümesini sağlamaktadır.

Yabancı yatırımcılar için yatırımı etkileyen bir diğer faktör yatırım yaptıkları ülkenin para biriminin konvertibl olup olmamasıdır. Çünkü yaptıkları yatırımlardan elde ettikleri kazanç ve karlarını istedikleri zaman kendi ülkelerine transfer etmek

isteyeceklerinden ulusal parası tam konvertibl olmayan ülkelerde çoğunlukla yatırım yapmaktan kaçınmaktadırlar. Ayrıca yatırım yaptıkları ülkelerdeki yasal düzenlemeler ile döviz cinsinden kredi ve faizlerin elde edilmesi ve geri ödenmesine sınırlamalar olup olmaması yatırım yapılacak ülkeyi seçmelerinde önemli rol oynamaktadır.

Ancak, çeşitli ülkelere yönelik sermaye girişleri farklı nedenlere dayanabilmektedir. Örneğin, Kore ve İspanya'da uygulanan finansal serbestleşme politikalarından sonra sermaye girişlerini hızlandırdığı görülmektedir. Bazı ülkelerde ise (örneğin Tayland gibi) sermaye hareketleri zaten serbesttir. Fakat düşük vergi oranları dolayısıyla yabancı yatırımlar artmaktadır. Şili, Kolombiya, Tayland ve Türkiye gibi ülkelerde ise yüksek faiz oranları sermaye girişlerini özendirmiştir. Birçok durumda da kurun değişmemesi ya da değerlenmesi yönündeki beklentiler de bunda etkili olmakta, bu ikisinin birleşmesi durumunda ise özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin ön plana çıktığı görülmektedir (Güven, 2001: 82).

Sermaye hareketlerini etkileyen bir diğer önemli faktör faiz oranıdır. Uluslararası yatırımcılar bir ülkede artan faiz oranından faydalanmak için, kısa vadeli sermaye hareketlerini ve portföy yatırımlarını bu ülkeye yönlendireceklerdir. DYY için ise faiz oranlarından ziyade makroekonomik şartlar ve ülke riskine ait göstergeler önem taşımaktadır.

2.2.2.2. Yatırımcı Ülke Ekonomisi Açısından

Günümüzde özellikle, talep yetersizliğinden kaynaklı kriz ekonomilerinde firmalar yaşamlarını sürdürebilmek amacıyla dünya piyasalarıyla bütünleşme yoluna giderek yeni pazarlara açılma ve uluslararası pazar payına sahip olarak rekabet gücüne kavuşmayı hedeflemektedirler. ABD ve Japon ekonomileri ile Avrupa'da gözlenen durgunluk eğilimi gelişmiş ülkelerin kazanç olanaklarını olumsuz yönde etkilerken GOÜ'lerde yapılan yatırımlarla bu durgunluk aşılabileceği gibi rakip firmalara karşı talep ve pazar avantajı sağlanmaktadır. Ayrıca yatırımın farklı ülkelerde yapılması alınan riski dağıtarak sermayenin çok yönlü dağılımına olanak vermektedir.

Yatırımcı ülkeler, AGÜ ve GOÜ’lerde yapacağı yatırımlarda, vergi indirimi, vergi muafiyeti gibi teşvik edici unsurlardan yararlanırlar. Doğrudan yatırımcılar için pazara yakın olma ya da hammadde temini avantajı olabildiği gibi yaşlı nüfusa sahip ülkeler için genç işgücü bulma kolaylığı sağlanır. Tabloya gelişmiş ülkeler açısından bakıldığında yatırım yapılacak ülkeler belirlenirken aranan nitelikleri ekonomik, siyasi ve sosyokültürel etkenler olarak üç başlık altında toplamak mümkündür.

➤ Ekonomik etkenler, ekonomik etkenler arasında karlılık ön plana çıkar.

GOÜ’lerdeki kârlılıktan yararlanmak isteyen yatırımcılar getiri oranı yüksek ülkelere yönelmektedir. Kâr iki şekilde artar ya maliyetler düşürülmelidir ya da satışlar artırılmalıdır. Bu durumda iş gücü maliyetlerinin düşüklüğü yabancı sermayeyi GOÜ’lere çeken bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Seçilmiş ülkelere göre işgücü maliyetleri tablo 3’te sunulmuştur. Tablo incelendiğinde Çin ve Hindistan gibi yabancı sermaye hareketlerinden önemli pay alan ülkelerin emek maliyeti açısından avantaja sahip ülkeler olduğu görülür. Sermaye ihracatçısı ülkeler göz önünde bulundurulduğunda ise yüksek emek maliyeti göze çarpmaktadır.

Tablo 3. Emek Maliyeti (İmalat Sanayi-Saat/\$)

Ülkeler	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Almanya	22,7	22,5	24,2	29,6	32,5	34,1
İsveç	20,2	18,4	20,2	25,3	28,4	29,7
İngiltere	16,7	16,8	18,3	21,2	24,7	26
Fransa	15,5	15,7	17,1	21,1	23,9	25,3
Avustralya	14,4	13,3	15,4	19,8	23,1	24,6
ABD	19,7	20,6	21,4	22,3	23,2	23,8
Kanada	16,5	16,2	16,7	19,4	21,4	23,7
İtalya	13,8	13,6	14,8	18,1	20,5	21,7
Japonya	22	19,4	18,7	20,3	21,9	21,4
İspanya	10,7	10,8	11,9	15	17,1	17,6
G. Kore	8,2	7,7	8,8	10	11,5	14,1
Tayvan	6,2	6,1	5,6	5,7	6	6,4
Çek Cumh.	2,8	3,1	3,8	4,7	5,4	6,1
Türkiye	3,3	2,9	3	3,1	3,3	3,4
Brezilya	3,5	3	2,6	2,7	3	3,2
Meksika	2,2	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5
Çin	0,6	0,7	0,8	0,9	1	1,1
Kazakistan	0,5	0,7	0,7	0,9	0,9	1
Hindistan	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9
Ukrayna	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,8

Kaynak: Uluslararası Çalışma Örgütü, “An integrated system of wages' statistics”
<http://www.ilo.org/public/english/bureau/stat/publ/integr.htm>.

Ekonomik faktörler arasında sayabileceğimiz bir diğer özellik ekonominin öngörülebilir olması yani uzun vadeli planlamaların uygulanıyor olmasıdır. Kısaca en az karlılık kadar karlılığın devamlılığı da önem taşımaktadır. Bu durum hem dolaylı hem de DYY için önem arz etmektedir.

Bunun dışında kısa vadeli sermaye için ekonominin gelişim potansiyelinden çok finansal aktiflerdeki yüksek getiri ve faiz-kur arbitrajının getirisi cazip gelmektedir. Bu nedenle bu tür sermaye hareketi büyük ölçüde spekülatifdir ve sıcak para özelliği taşıyabilmektedir. Vadeleri kısa olduğu için uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıları olmasa da geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarını finanse etmektedir. Yabancı yatırımcılar için ev sahibi ülkenin uyguladığı döviz kuru politikaları önem taşımaktadır. Çünkü yabancı yatırımcılar getirdikleri fonları ülkenin parasına çevirmekte ve belirli bir yatırım dönemi sonunda, ya kendi ülkelerinin paralarına veya uluslararası konvertibiliteye sahip diğer dövizlere çevirmek istemektedirler. Söz konusu döviz kurlarının, genel fiyat seviyesi ve faiz oranlarına göre daha fazla artmış olması yabancı yatırımcıları beklemedikleri bir durumla karşı karşıya getirecektir. Yatırım yapılan ülkenin parası cinsinden getiri oranı yüksek gözükse bile, söz konusu fonlar diğer dövizlere dönüştürüldüğünde ülkeye yatırım yapılan tutar kadar bile bir fon elde kalmayacak, yani anapara azalmış olacaktır. Bu bakımdan yabancı yatırımcılar yatırım yapılan ülkenin döviz kuru politikasına çok önem vermektedirler. Dolayısıyla ülkelerin uygulayacakları faiz oranları kur politikaları ile uyumlu olduğu zaman cazip hale gelecektir.

➤ Siyasi etkenler, ev sahibi ülkedeki siyasi istikrar yatırımcının aradığı en önemli özelliklerden birisidir. Yatırımların devamlılık arz edebilmesi için tutarlı bir yönetim ve toplumsal huzur gereklidir. İyi yönetilmeyen ülkelerde risk faktörü yüksek çıkmaktadır.

➤ Sosyal ve kültürel etkenler, yatırım yapılacak ülkenin nüfusu, işgücünün nitelikleri, altyapının gelişmişliği, özellikle teknolojik altyapı yeterliliği, enerji sıkıntısı olup olmadığı, doğal kaynak varlığı gibi faktörler yabancı yatırımları etkiler. Barışın egemen olduğu, temel hak ve hürriyetlerin var olduğu bir yapının bulunması gereklidir (Çapraz ve Demircioğlu, 2003:33). Ayrıca İşletmecilik sırlarının ve unvanının korunması, yatırımcının hakkını koruyacak uluslararası anlaşmalar, ihtilaf

durumunda hangi uluslararası mahkemelerin yetkili olacağının net belirlenmesi, ithalatçı ülkenin koyduğu gümrük vergileri ve kotalar ile çeşitli kısıtlamaların varlığı gibi yatırım yapılan ülkenin hukuki niteliğine bağlı faktörler de önemlidir.

Bunlar dışında genelleme yapamayacağımız ülkeden ülkeye farklılık gösterebilecek nedenler saymak da mümkündür. Örneğin, Kore ve İspanya'da uygulanan finansal serbestleşme politikalarından sonra sermaye girişlerinin hızlandığı görölmektedir. Tayland gibi bazı ülkelerde sermaye hareketleri zaten serbesttir ancak vergi politikalarında yapılan değişiklikler nedeniyle yabancı yatırımlar artmaktadır. Şili, Kolombiya, Tayland ve Türkiye gibi ülkelerde ise yüksek faiz oranları yabancı sermayeyi cezp etmiştir. Ayrıca değerli kur politikaları da yüksek faizle birlikte özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin girişini artırmakta yabancı sermayedarlar, faiz ve kur farkından oluşun arbitrajdan yararlanmak için o ülkeleri tercih etmektedirler (Güven, 2001: 82).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Bu bölümde tarihsel süreç içerisinde Türkiye'de finansal serbestleşme ve sermaye hareketlerinin gelişimine yer verilerek dönemler itibariyle sermaye hareketlerinin ve uluslararası sermaye türlerinin değişimi incelenmiştir.

3.1. Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme Süreci

Türkiye'de ilk yabancı sermaye yatırımları, Osmanlı İmparatorluğu döneminde başlamıştır. Anadolu'da ve Rumeli'de demiryolu yapımı için ilk teşebbüsler, İngiliz firmaları tarafından 1856 yılında gerçekleştirilmiştir. İngiltere'ye verilen bu ilk imtiyazlar, Köstence-Çernova (66 km) hattı ve İzmir-Aydın (131 km) hattı imtiyazlarıdır. (Kütükoğlu, 1992; 124).

Türkiye'de 1980 öncesi finansal sektör incelendiğinde müdahaleci politikalar dikkat çekmektedir. Faiz oranları baskı altındadır, yabancıların yurt içi sermaye piyasalarında işlem yapması yasaklanmış ve döviz cinsinden varlıkların yurt dışına çıkarılmasına sınırlamalar getirilmiştir. Yüksek enflasyon ve dış borç (özellikle kısa vadeli), işsizlik, ithalat tıkanıkları ve ihracat durgunluğuyla karşı karşıya bulunmaktaydı. 1980 yılına gelindiğinde ekonomik politikalara hâkim olan ithal ikameci kalkınma stratejisi yerine ihracata dayalı kalkınma stratejisi benimsenerek, devletin piyasalara olan müdahalesinin asgariye indirilmiş serbestleşme sürecine adım atılmıştır.

1980'lerden sonra mevcut yapının, ülkeyi mal hareketlerinden sonra sermaye hareketlerinin de tamamen serbestleştirilmesi aşamasına getirdiği görülmüştür. Türkiye ekonomisinde 1980 yılında 24 Ocak Kararları ile başlayan dış ticarete serbestleşme süreci, 1989 yılında alınan 32 sayılı kararla finansal serbestleşme düzeyine taşınmıştır. 1990'lı yılların başında tüm dünya ekonomileri için en önemli gelişme Berlin Duvarı'nın yıkılıp, 1991'de SSCB'nin dağılmasıdır. Bu değişim tüm dünya ülkelerini olduğu gibi Türkiye'yi de etkilemiştir. Tüm bu nedenlerden dolayı Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşme denildiğinde, 1980 öncesi, 1980-1990

dönemi, 1990-2000 ve 2000 sonrası dönem olarak dört bölümde incelemek mümkündür.

3.2. 1980 Öncesi Dönemde Sermaye Hareketleri

Türkiye'de, Cumhuriyet'in kuruluşundan II. Dünya Savaşı sonuna dek olan dönemde yabancı sermayeye pek sıcak bakılmamış, çok uzun bir süre ithal ikameci sanayileşme politikası izlemiştir. Bu strateji ile sanayiye ve büyüme hızına yeni bir ivme vermek, döviz tasarrufu sağlamak ve ithalatı azaltmak suretiyle dış ödemeler açığını kapatmak hedeflenmiştir. Ancak ithal malları ile gelişen bir sanayinin varlığı girdi ithalatını artırmıştır. Sonuçta ithalat yükselirken ihracat artışı geri kalmış ve kaçınılmaz olarak dış açıklar büyümüştür. Bu durum ihracatı teşvik tedbirleriyle aşılmaya çalışılsa da istenilen başarı sağlanamamıştır.

1950'lerden itibaren dış ekonomik kaynaklara bakış açısı değişmiş ve izlenen dışa açık ekonomi politikalarına uygun olarak yabancı sermayeye daha olumlu bir yaklaşım içerisine girilmiştir. Bu dönemden sonraki siyasi iktidarlar ekonomik programlarında yabancı sermaye yatırımlarından ve dışa açılma politikalarından söz eder olmuşlardır. Bu politikaları desteklemek ve sanayi, enerji, maden, bayındırlık, ulaştırma ve turizm sektörlerine gelecek yabancı yatırımları teşvik etmek maksadıyla, 1951 yılında, 5821 sayılı Yabancı Sermaye Yatırımlarını Teşvik Kanunu çıkarılmıştır. Bu kanun ile yerli sermayeyi baltalamayacak şekilde yabancı sermayedara belirli hak ve kolaylıklar sağlamıştır. 1954 yılında ise, 5821 sayılı Kanunun yerine, 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu çıkarılmıştır. Bu Kanunla, yabancı sermayeye tanınan imtiyazlar genişletilmiştir.

Ancak Türkiye uluslararası ekonomiye açılma oyununu kurallarına göre oynamadığı ya da iç ve dış koşulları buna engel olduğu için bu alanda başarısızlıklar yaşamış, ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklar sebebiyle, yabancı sermayeden beklenen yararları elde edememiştir. 1970'li yıllara gelindiğinde vadesi gelen borçlarını ödeyemediği için IMF ile anlaşmaya vararak istikrar programı uygulamıştır. Ancak verilen kredilerin koşulları oldukça ağır olduğundan 1978 yılında tekrar darboğaza girilmiştir (Kazgan, 1999: 132). Enerji sıkıntısı ve sürekli elektrik kesintileri, karaborsacılık, kayıt dışı ekonominin artışı, stagflasyon, ağır iç ve

dış borç yükü, siyasi yozlaşma gibi kısaca ekonomik, siyasi ve toplumsal kargaşanın hızlı yükselişi istikrar tedbirlerinin alınmasını zorunlu hale getirmiştir. ABD'den başlayarak ekonomi politikalarının dünya çapında değiştirilmesi sürecine girilmiştir. Türkiye bu serbestleşme sürecini 12 Eylül 1980'de iktidara el koyan askeri rejim baskısında, tüm demokratik haklar askıya alınmışken yaşamaya başlamıştır.

24 Ocak 1980 İstikrar Programı yukarıda özetlenen ortamda hazırlanmıştır. Kısa vadede gerçekleştirilmesi öngörülen amaçlar yanında uzun vadeli amaçlara sahip bir programdır. Uygulanan politikalar, temelde dış ticaretin geliştirilmesi ve serbestleştirilmesi, reel devalüasyonlar ve mali desteklerle ihracatın özendirilmesi, ithalatın giderek yasaklar ve miktar kısıtlamalarından arındırılarak serbestleştirilmesi ve döviz piyasasının ve sermaye girişlerinin serbestleştirilmesi amaçlarına yöneliktir.

3.3. 1980 -1990 Dönemi Sermaye Hareketleri

1980'de Kambiyo rejiminin serbestleşmesi Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketlerinin boyutlarını, türlerini ve sonuçlarını değiştirmiştir. Bu koşullarda gelişen üç önemli değişimden söz etmek mümkündür;

- Sermaye girişinin boyutunun genişlemesi,
- Sermaye girişinin resmi kanallardan özel alanlara taşınması,
- Ekonomiye akan uluslararası sermayenin ekonominin dış dengesizliği ve cari açıklarıyla bağlantısı zayıflarken, rezerv birikimlerinin artışıdır.

1980 sonrası dönemde yabancı yatırımlarda dikkati çeken bir artış olmuştur. Bu artışta Türkiye'nin uyguladığı politikalar kadar dünyada gerçekleşen dönüşümün de rolü önemlidir. Tablo 4'te görüldüğü gibi 1980'de yabancı sermaye fiili girişi 35 milyon USD iken 1981'de 141 milyon USD olmuştur. Dış finansal serbestlik sonucu Türkiye'ye akan sıcak para, reel faizleri yükseltici ve TL'yi değerlendirci süreci başlatmıştır.

Tablo 4. Türkiye’de Yıllara Göre Sermaye Yatırımları (1980-1989)

Yıllar	İzin Verilen Yabancı Sermaye (Milyon ABD \$)	Yatırım Belgeleri Top.Yat. Tutarı (Milyar TL)	Yabancı Sermayeli Firma Sayısı (Kümülatif)	Firmaların Toplam Sermayesi (Milyar TL - Kümülatif)	Fiili Giriş (Milyon \$)
1980	97,00	76,87	78	28.390	35
1981	337,51	72,16	109	47.400	141
1982	167,00	218,14	147	100.196	103
1983	102,74	199,22	166	147.109	87
1984	271,36	312,28	235	254.775	162
1985	234,49	1.168,16	408	464.981	158
1986	364,00	3.099,74	619	707.164	170
1987	655,24	3.179,53	836	960.035	239
1988	820,52	5.468,27	1.172	1.597.103	488
1989	1.511,94	9.507,35	1.525	4.847.832	855
Toplam	4.561,80	23.301,72	2.438

Kaynak: TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistikleri, <http://www.hazine.gov.tr/irj/portal> .

Türkiye’de 1986 yılından önce sistemde, para arzını kontrol mekanizması, özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapılarını ve harcamalarını doğrudan etkilemeye yönelik olarak işlemekteydi. Kamu finansman gereğinin Merkez Bankası kaynaklarından karşılanması, para politikasını bütçe politikasına bağımlı kılmaktaydı. Özel kesimin kredi talebi ise, ticari bankalardan ve reeskont sistemi ile karşılanmaktaydı. 1986 yılında benimsenen yeni sistemde ise, toplam para ve kredi arzının, toplam rezervlerin kontrolü yoluyla yönlendirilebileceği bir para politikası uygulanmaya başlanmıştır. Bu yeni para politikası rejiminin uygulanabilmesi, kamu açıkları finansmanının doğrudan Merkez Bankası kaynaklarından sağlanmasının engellenmesini gerektirmektedir. Kamu açıklarının finansmanının sağlanabileceği yeni kanalların oluşturulabilmesi için, kurumsal alanda da bir dizi düzenlemeler yapılmıştır. Bu amaçla, ihaleli bono ve tahvil satışına başlanmış, munzam karşılık ve disponibilitate uygulamalarında değişiklik yapılmış, Merkez Bankası bünyesinde bankalar arası para piyasaları kurulmuş ve açık piyasa işlemleri uygulamasına başlanmıştır (Ergezen, 2006: 87).

1989 yılında yürürlüğe konan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Kararı Türk parasının uluslararası piyasalarda işlem gören duruma getirilmesidir. Söz konusu kararın 1. maddesine göre; “Türk parasının kıymetini korumak amacıyla, Türk parasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesine, menkul değerler ve diğer sermaye piyasası araçları dahil olmak üzere

döviz ve dövizini temsil eden belgelere ilişkin tüm işlemler ile dövizlerin tasarruf ve idaresine, menkul değerler ve diğer sermaye piyasası araçları dahil olmak üzere Türk parası ve Türk parasını temsil eden belgelerin ithal ve ihracına, kıymetli madenlere bedelsiz ithal izni vermeye, ihracata, ithalata, görünmeyen işlemlere ve sermaye hareketlerine ilişkin kambiyo işlemlerine ait düzenleyici esaslar bu karar ile tayin ve tespit edilmiştir.” (Resmi Gazete, 1989).

1989 Ağustos’unda 32 numaralı Kararname ve değişiklikleriyle birlikte, OECD’nin koşulları yerine getirildi ve konvertibiliteye geçiş IMF’ce onaylandı. Böylece yerli, yabancı (likit fonlar halinde) sermayenin Türkiye’ye giriş-çıkışları özgürlüğe kavuşturulmuş oldu; DYY, serbest bölgeler, özelleştirme yoluyla çekilmeye çalışılan yabancı sermayeye sağlanan serbestlik yanında, şimdi de sermayenin yeni biçimine açılıyordu. Ancak sorun sadece sermayeyi çekmekten ibaret değildi. Dışarı kaçan yerli sermayeyi geri getirmek bir diğer amaç olarak ortaya çıkmaktaydı (Kazgan, 1999: 163).

3.4. 1990 -2000 Dönemi Sermaye Hareketleri

1990’lı yıllardan itibaren başlayan finansal reformların ikinci aşamasında, ekonomide yapısal düzenlemelere yönelik çalışmalar yapılmıştır. Yapısal düzenlemelerin temel amaçları, makroekonomik istikrarı sağlamak, kredi piyasasında asimetrik bilgi¹’den kaynaklanan aksaklıkları gidermek için finansal kurumlara yönelik etkin bir denetleme mekanizması kurmak, bankacılık sektöründe rekabeti sağlamak, ulusal kredi piyasası ile uluslararası kredi piyasaları arasındaki kopuklukları gidermek ve menkul kıymet borsalarının dünya borsalarıyla uyumunu sağlamak olmuştur.

Türkiye’de 1990-1993 döneminde sermaye girişleri TL’nin önemli ölçüde değerlendirilmesine neden olmuş, bu durum ithalatı artırırken, 1980’li yıllarda artış eğiliminde olan ihracatı sınırlandırmıştır. Bu girişler özellikle özel tüketim harcamalarının artmasına neden olmuş, örneğin, marjinal tüketim eğilimi, 1994’ün ilk üç ayında 1’den büyük olarak gerçekleşmiştir. Tüketimdeki hızlı artış büyümeyi de

¹ Asimetrik bilgi, ekonomik birimlerden bir tarafın diğerine oranla daha fazla bilgiye sahip olması durumu “asimetrik bilgi” kavramı ile ifade edilmektedir.

arttırmış ancak, zaman zaman %8-9'luk büyüme oranları yakalanmasına rağmen, 1989-2000 arası dönemin ortalama büyümesi %3,9 olarak gerçekleşmiştir (Güven, 2001: 82).

1980'li yıllarda sermayenin serbestleşmesi ile gerçekleştirilen hızlı ihracat artışı, 1990 sonrası TL'nin aşırı değerlenmesi sonucu azalarak ve 1994 krizinin oluşumunda rol oynamıştır. Konuyla ilgili yapılan çalışmalarda, Türkiye'de ekonominin dışa açılmasıyla finansal açıklığın asimetrik etkiler içinde olduğu ve Türkiye'nin dışa açılmakla elde ettiği kazanımlarını finansal açıklıkla büyük ölçüde kaybettiği görülmüştür (Utkulu ve Kahyaoğlu, 2005: 15). 1996 yılında Gümrük Birliğine üyelikle beraber Türkiye küresel dünyaya eklenme sürecinde önemli bir basamağı atmıştır.

Tablo 5'te kriz yıllarında sermaye girişlerinin oldukça azaldığı gözlenmektedir. 1996 yılında izin verilen yabancı sermaye miktarı 1995 yılına göre % 30 artmıştır. Bu durum 1996'da AB ile imzalanan Gümrük Birliği'nin bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır. 1990 yılında 1.856 olan yabancı sermayeli firma sayısı, 1999 yılı sonunda %166 artarak 4.950 olmuştur.

Tablo 5. Türkiye'de Yıllara Göre Sermaye Yatırımları (1990-1999)

Yıllar	İzin Verilen Yabancı Sermaye (Milyon \$)	Yatırım Belgelerinin Top.Yat. Tutarı (Milyar TL)	Yabancı Sermayeli Firma Sayısı (Kümülatif)	Firmaların Toplam Sermayesi (Milyar TL - Kümülatif)	Fiili Giriş (Milyon \$)
1990	1.861,16	18.249,28	1.856	7.943.775	1.005
1991	1.967,26	15.893,98	2.123	13.101.036	1.041
1992	1.819,96	17.976,36	2.330	23.441.214	1.242
1993	2.063,39	70.136,27	2.554	36.737.050	1.016
1994	1.477,61	37.202,36	2.830	62.449.964	830
1995	2.938,32	328.447,82	3.161	113.013.790	1.127
1996	3.835,97	1.250.652,13	3.582	235.971.182	964
1997	1.678,21	624.461,10	4.068	458.968.459	1.032
1998	1.646,44	1.016.653,54	4.533	823.560.554	976
1999	1.699,57	1.599.520,36	4.950	1.446.503	817
TOPLAM	20.987,89	4.979.193,20	10.050

Kaynak: TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistikleri, <http://www.hazine.gov.tr/irj/portal> .

3.5. 2000 ve Sonrası Dönem Sermaye Hareketleri

1999 yılında yaşanan kriz sonrası uygulanan istikrar programı açısından büyük önem taşıyan sermaye girişlerinde özellikle borçlanma kaynaklı olarak artış görülmüştür. Hedeflenen cari açık GSMH'nin %1,5-2'si civarında, 3-4 milyar \$ olmasına rağmen, cari açık yaklaşık 10 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Her ne kadar petrol fiyatlarındaki artış bunda etkili olmuşsa da özellikle dayanıklı tüketim malları ithalatındaki artış asıl etken olarak ön plana çıkmıştır. Bu durum, özellikle bankacılık sistemindeki sorunlar ve diğer olumsuz gelişmeler ile birleşince 2000 yılının son aylarına doğru özellikle yabancı aktörlerin beklentilerinin olumsuz yönde seyretmesine, buna bağlı olarak sermaye girişlerinin durmasına ve bir noktadan sonra sermaye çıkışına neden olmuştur.

2000 yılında izin verilen sermaye girişi 3.477 milyon \$ iken, fiili sermaye girişi 1.719 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir. Ancak ülkede sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği dönemden itibaren var olan makroekonomik dengesizlikler giderilememiş ve giderek büyümüştür. Aynı dönemde kamu kesimi açıkları nedeniyle iç borç stoku oldukça artmış, bu durum yeterince derinleşmemiş mali piyasalar üzerinde baskı yaratmış ve faiz oranları yükselmiştir. Yüksek faizlerden yararlanmak amacıyla özellikle kısa vadeli sermaye girişlerini olumlu etkilemiştir.

Tablo 6. Türkiye’de Yıllara Göre Sermaye Yatırımları (2000-2003)

Yıllar	İzin Verilen Yabancı Sermaye (Milyon ABD \$)	Yatırım Belgelerinin Top.Yat. Tutarı (Milyar TL)	Yabancı Sermayeli Firma Sayısı (Kümülatif)	Firmaların Toplam Sermayesi (Milyar TL - Kümülatif)	Fiili Giriş (Milyon ABD \$)
2000	3.477,42	7.883.004,85	5.328	3.063.464	1.719
2001	2.725,28	2.568.750,00	5.841	6.184.411	3.288
2002	2.242,92	1.535.599,00	6.280	10.092.737	590
2003(*)	1.207,99	2.161.400,68	6.511	12.605.285	150
Toplam	9.653,61	14.148.754,53	5.747

Kaynak: TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistikleri, <http://www.hazine.gov.tr/irj/portal>.

(*) 17.06.2003 tarihinde yürürlüğe giren 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu ile yabancı sermayeli şirketlerin ve şubelerin kuruluşu ve faaliyetlerine ilişkin izin sistemi kaldırılmış olduğundan izine dayalı istatistikler 2003 yılından sonra yayımlanmamıştır.

Türkiye’de finansal serbestleşmeden sonra oldukça hızlı bir ilerleme kaydedilmiştir. Ancak bu süreç iktisadi kuramın öngördüğü tasarruf ve buna bağlı

olarak yatırımların artması ve sabit yatırımlara olanak sağlaması şeklinde olmamış, yüksek faiz oranlarından kaynaklı maliyet artışıyla enflasyonu yükselmiştir. Artan tasarruflar ise verimli sektörlere kaynak şeklinde aktarılamamış, spekülasyon faaliyetlerine kaymıştır (Yeldan, 2001; 32). Tüm bu nedenlerden dolayı 2000 ve 2001 krizleri yaşanmış, uygulamaya konulan istikrar programları ile krizler atlatılmaya çalışılmıştır.

2000-2002 yıllarında uygulanmaya çalışılan enflasyonla mücadele programında üç önemli dış kaynak olduğu belirtilmiştir. Bunlar, kalıcı yabancı sermaye girişi, ihracat gelirleri ve turizm gelirleridir. Bu dönemde, adı geçen kaynaklardan yabancı sermaye yatırımlarının birinci sırada olduğu belirtilmiştir. Ancak, belirtilen bütün girişimlere rağmen Türkiye'ye dolaysız yabancı sermayeyi çekmede somut başarı sağlanamamıştır (Alkin, 2005: 15).

18 Ocak 1954 tarihli ve 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'nun yerini 17 Haziran 2003'de yürürlüğe giren 4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu almıştır. Bu kanun ile yabancı yatırımcı için Türkiye'de yatırım sürecinin basitleştirilmesi ve cazip hale getirilmesi amacıyla önemli kolaylıklar sağlanmıştır. Yerli ve yabancı yatırımcılara eşitlikçi bir yaklaşım sergilenmiştir. Bu tarihten itibaren Türkiye'de kurulan yabancı sermayeli şirket sayısında büyük artış görülmüştür.

Ülkemizde uluslararası şirketlerin türlerine göre yıllar itibariyle dağılımı Tablo 7'de gösterilmiştir. Yeni kurulan şirket sayıları iştirak ve şubelere göre daha fazladır. 2003 yılında 1.091 olan toplam şirket sayısı 2004 yılında 2.039'a ulaşmıştır. Yıllar itibariyle artış gözlenmektedir (www.hazine.gov.tr, 2010)

Tablo 7. Yıllar İtibariyle Kuruluş Türlerine Göre Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Sayısı

Yıl	Yeni	İştirak	Şube	Toplam
1954-2002 (Birikimli)	4.336	892	210	5.438
2003	851	2008	32	1.091
2004	1.515	460	64	2.039
2005	2.191	501	58	2.705
2006	2.571	653	64	3.288
2007	2.913	655	61	3.629
2008	2.695	638	64	3.397
2009	2.303	569	63	2.935
2010/1	114	15	4	133
Toplam	19.040	4.503	604	24.147

Kaynak: TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistikleri, <http://www.hazine.gov.tr/irj/portal>.

2008 yılında 3.397 adet uluslararası sermayeli şirketin, başta toptan ve perakende ticaret sektörü olmak üzere, gayrimenkul kiralama ve iş faaliyetleri ile imalat sanayi sektörlerinde faaliyette bulunmaktadır. Türkiye'ye gelen yabancı sermayeli firmaların ağırlıklı olarak tercih ettikleri sektör imalat sanayidir. 1980-2008 yıllarında yapılan yatırımların %54'ünün imalat sanayi alanındadır. İkinci popüler sektör ise hizmetler sektörüdür. Tarım ve madencilik sektörü ise cüzi oranda yatırım almaktadır (www.hazine.gov.tr, 2010).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ

1990'lı yıllarla birlikte hızlanan finansal serbestleşme eğilimleri ile artan uluslararası sermaye hareketlerinin nedenleri ve etkileri, önemli bir araştırma alanı olarak ortaya çıkmıştır. Özellikle GOÜ'lerde yaşanan krizler, finansal serbestleşmenin zamanlamasını, sermaye hareketlerinin ülkelerin makro ekonomilerini nasıl etkilediğine ilişkin sorunları gündeme taşımıştır. Neoklasik teori² çerçevesinde finansal serbestleşmeyi savunanlar uluslararası sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerinin kaynak kullanımını genişleteceğini, tasarrufları ve üretime yönelik yatırımları arttıracığını ve böylece uzun dönemde yatırımların ve ekonomik büyümenin yükseleceğini ileri sürüyorlardı. Bu nedenle sermaye hareketlerine yapılacak herhangi bir müdahalenin, büyüme ve refah azaltıcı olduğunu savunmaktadırlar.

Sermaye kontrolleri konusundaki Keynesyen analizler ise, temel olarak sermaye kontrollerinin, yatırımları artıracığı ve politikaların uygulanmasında finansal açıklıktan kaynaklanan sorunları engellemek yoluyla faydalı olacağını öne sürmektedirler. Keynes'e göre kapasite kullanımını artıran ve yüksek büyüme hızını kolaylaştıran genişlemeci politikalar, sermaye kontrolleri ile bir arada uygulanması durumunda yatırımlar ya düşük yurtiçi faiz oranları ile ya da yüksek yurtiçi talep ile teşvik edilebilecektir (Vergil, 2002: 22).

Finansal serbestleşme politikalarının uygulanması, piyasaları her türlü etkiye karşı açmıştır. Bu durum piyasaların dış dünyada meydana gelen bir takım olumlu gelişmelerin yanı sıra, olumsuzluklardan da, kısa zamanda etkilenmesi sonucunu yaratmıştır. Uluslararası sermayenin etkileri tartışılırken özellikle 1990'ların ikinci yarısında, uluslararası sermaye girişlerinin yoğun olduğu ülkelerde neredeyse arka arkaya ekonomik kriz yaşanmaya başlamıştır. 1982 Dış borç krizi, 1994 yılında Türkiye'de ve Meksika'da yaşanan ekonomik kriz, 1997 yılında patlayan ve kısa sürede bölgesel bir krize dönüşen Asya Krizi, ardından 1998 yılında Rusya Krizi ve

² Neoklasik teori, piyasaların mükemmel işlediği ve sermaye piyasalarında belirsizlik ve istikrarsızlığın olmaması gibi varsayımları benimsediğinden, piyasalara yapılacak her türlü müdahalenin refah azaltıcı yönde etki ortaya çıkaracağını öne sürmektedir.

daha sonra güçlkle bastırılan Brezilya Krizi ortaya çıkmıştır. Kriz yaşanan ülkelerin ekonomik yapılarında farklılıklar olmasına karşın hepsinin ortak özelliği finansal serbestleşme gerçekleştirerek uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki tüm kontrolleri kaldırmış olmalarıydı.

Bu bölümde sermaye hareketleriyle makroekonomik istikrar arasındaki etkileşim incelenmekte ve bu bağlamda çeşitli ülke deneyimleri aktarılmaktadır. Sermaye hareketlerinin seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri ayrıntılı olarak analiz edilmeye çalışılmış, GOÜ'lerde yaşanan krizlere yer verilerek sermaye hareketleri ile ekonomik krizlerin ilişkisi araştırılmıştır.

4.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkileri

Yabancı sermaye yatırımları, yatırımın yapıldığı ev sahibi ülke ekonomisi üzerinde çeşitli etkiler yaratır. Bunlar, üretim, istihdam, gelir, fiyat, ödemeler dengesi, dış ticaret, büyüme ve kalkınma gibi etkilerdir. Bu etkilerden bazıları ülke ekonomisine katkı sağlarken, bazıları da ekonomiye ağır yükler getirebilmektedir. Bu bölümde yabancı sermayenin seçilmiş makro ekonomik öğeler üzerindeki etkileri ayrıntılı olarak incelenecektir.

4.1.1. Büyüme Üzerine Etkisi

Ekonomik büyüme en geniş anlamıyla, bir ekonominin toplam üretim, toplam yatırım, toplam ithalat ve toplam ihracat gibi temel göstergelerin, istihdam ve üretim kapasitesi ile ilgili olarak bir dönemden bir döneme artması şeklinde tanımlanabilir. Daha dar anlamda ise, bir ülkenin GSMH'sının bir dönemden bir döneme reel olarak artması şeklinde ifade edilir. Yabancı sermaye yatırımları, yeni teknolojilerin yayılması ve sermaye birikiminin gerçekleşebilmesi için fon tedarikinde bulunma fonksiyonu üstlenmelerinden dolayı, ekonomik büyüme sürecinde önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

GOÜ'lerde ekonomi politikasının temel hedefi, ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmektir. Ekonomik kalkınmanın gerçekleşebilmesi için bu ülkeler sermaye birikimi ve finansman sorunu ile karşı karşıya kalmaktadırlar. 1970'li yıllardan bu yana ülkelerin karşılaştıkları temel sorunların başında, sermaye oluşumundaki

yetersizlik gelmektedir. Bu tür ülkelerde sermaye kıtlığı ve emek bolluğu, ülkelerin belirleyici özelliği olmaktadır. Bu özellik göz önüne alındığında, kalkınmanın sağlanabilmesi amacıyla yurtiçi tasarruflara ilaveten, sermaye açığını ortadan kaldırmak için iki yolu vardır:

Bunlardan birincisi dış borç, ikincisi ise, yabancı sermaye yatırımlarıdır (Çetinkaya, 2002: 241). Çalışmanın kapsamı içerisinde yabancı sermayenin tercih edilmesi durumu araştırılacaktır.

Reel GSYİH'nin büyüme oranı büyük ölçüde yabancı sermaye hareketlerine bağlı olarak değişmektedir. DYY'dan ziyade kısa vadeli sermaye girişlerine bağımlı olduğundan, Türkiye'nin ekonomik büyüme oranı sermaye girişleriyle birlikte artmakta, sermaye çıkışlarıyla düşmektedir. Ancak, özellikle yurtdışındaki yerleşikler tarafından gerçekleştirilen PY'lerin gözlemlenen etkileri, bankacılık sektörünün temin ettiği dış kredilerin etkilerinden daha fazladır.

DYY, kısa vadeli sermaye hareketlerinin tersine ev sahibi ülkede büyümeyi birkaç yoldan etkilemektedir. Öncelikle, ülkeye giriş yapan doğrudan sermaye, yeni somut bir yatırıma dönüşeceğinden büyümeyi tetikleyen en önemli unsurdur. Bunun yanı sıra yatırım yapılan sektörün dışında ileri ve geri bağlantısı olan tüm sektörlerdeki ilerlemeyi tetiklediği için büyümeye katkı sağlayacaktır. Ayrıca ileri teknolojileri ülke genelinde yaygınlaştıracığından yerli firmaları, tedarikçi ve servis sağlayıcıları olumlu etkileyerek, onları daha gelişmiş teknolojileri kullanarak, üretimde etkinliği ve verimliliği arttırmaya zorlayarak ülke çapında büyümeyi tetiklemektedirler.

Tablo 8'den de görüleceği gibi Türkiye'de 1989-2007 yılları arasında DYY'lar genel itibarıyla artış yönlü bir seyir izlemiştir. Finansal krizlerin yaşandığı 1994, 1999, 2001 yıllarında GSMH azalırken büyüme negatif gerçekleşmiştir.

Tablo 8. Türkiye’de DYY ve Büyüme Oranları (Milyon USD)

Yıllar	Büyüme Oranı(%)	Giriş	Çıkış	Net
1989	1,6	663	0	663
1990	9,4	684	0	684
1991	0,3	907	97	810
1992	6,4	911	67	844
1993	8,1	746	110	636
1994	-6,1	636	28	608
1995	8,0	934	49	885
1996	7,1	914	192	722
1997	8,3	852	47	805
1998	3,9	953	13	940
1999	-6,4	813	30	783
2000	6,1	1.707	725	982
2001	-9,4	3.374	22	3.352
2002	7,9	622	5	617
2003	5,9	745	8	737
2004	9,9	1.291	100	1.191
2005	7,6	8.537	336	8.201
2006	6,0	17.814	1.687	16.127
2007	4,5	23.345	2.560	20.785

Kaynak : TCMB, Hazine Müsteşarlığı ve TÜİK (aktaran, Atamtürk, 2007: 85).

GOÜ’lerin DYY’lardan yeterince faydalanabilmesi için eğitim, teknoloji, altyapı ve sağlık alanlarında belirli bir gelişmişlik seviyesine ulaşmaları gereklidir. Bir ülkedeki siyasi istikrarsızlık ve popülist iktisat politikalarının uygulanması DYY azaltan faktörlerin başında gelmektedir. Kayıt dışı ekonominin kayıt altına alınması, vergi oranlarının düşürülmesi ve verginin tabana yayılması, kamu borçlanma gereğinin düşürülmesi, enflasyonun ve reel faizlerin düşürülmesi, bürokrasinin azaltılması yabancı yatırımcıların ülkeye gelişini teşvik edecektir. Yatırımların sürekliliği ekonomik büyümeyi ve kalkınmayı beraberinde getirecektir. Tabloya diğer GOÜ’ler açısından bakıldığında, net DYY girişlerinin yıllar itibariyle dalgalı bir seyir izlediği Tablo 9’dan görülmektedir. Verilerine kesintisiz ulaşabildiğimiz on yıllık zaman diliminde 1999 yılı sonrasında DYY’de hızlı bir artış gözlenmiştir. Bu durum gerek ülke içerisinde yabancı sermayeye uygulanan teşvik politikalarından gerekse ülke içi istikrardan kaynaklanmıştır. Ancak ülkemizde olduğu gibi diğer GOÜ’lerde de sermayenin azaldığı kriz dönemlerinde büyüme de azalan bir seyir izlemiştir.

Tablo 9. GOÜ'lerde DYY ve Büyüme Oranları (Milyon USD)

Yıllar	Arjantin		Brezilya		Rusya		Meksika	
	Net DYY	Büyüme Oranı (%)	Net DYY	Büyüme Oranı (%)	Net DYY	Büyüme Oranı (%)	Net DYY	Büyüme Oranı (%)
1996	5.348	5,5	11.667	2,1	1.657	-3,6	9.186	5,1
1997	5.507	8,1	18.608	3,3	1.680	1,4	12.830	6,8
1998	4.965	3,9	29.192	0	1.492	-5,3	12.642	4,9
1999	22.257	-3,4	26.886	0,3	1.102	6,4	13.734	3,9
2000	9.517	-0,8	30.498	4,3	-463	6,5	17.923	6,6
2001	2.005	-4,4	24.715	1,3	216	5,1	25.103	-0,2
2002	2.776	-10,9	14.108	2,6	-72	4,7	20.262	0,8
2003	3.449	8,8	8.695	1,3	1.662	7,3	18.345	1,4
2004	3.449	9	8.695	5,7	1.662	7,1	18.345	4,2
2005	3.954	9,2	12.550	2,9	118	6,4	14.486	2,8
2006	2.721	8,5	-9.420	3,7	9.236	6,7	13.453	4,8
Toplam	65.948		176.194		18.290		176.309	

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

<http://tuikapp.tuik.gov.tr/ulusalgostergeler/degiskenlerUzerindenSorgula>.

Finansal serbestliğin tüm ülkelerce benimsendiği 1996-2006 yılları arasında dört ülke arasında en yoğun sermaye girişi Brezilya ve Meksika'da gerçekleşmiştir. DYY'ların bir ülkeyi tercih etmesi için öncelikli özellik ülkenin ekonomi ve politikasının istikrarlı olmasıdır. Ayrıca DYY'ların bir ülkeden diğerine hareket kabiliyeti portföy yatırımlarına göre oldukça düşüktür ve dolayısıyla ev sahibi ülkede yaratacağı katma değer oldukça istikrarlı ve süreklilik arz eder.

4.1.2. Döviz Kuru Üzerine Etkisi

Bir ülkenin döviz rezervi, döviz ve mevduatlar ile menkul kıymet ve finansal türev araçlarını içerir. Sermaye hareketlerinde meydana gelen artışlar, yarattıkları döviz girdisi nedeniyle, o ülkenin uluslararası rezervini artırmaktadır.

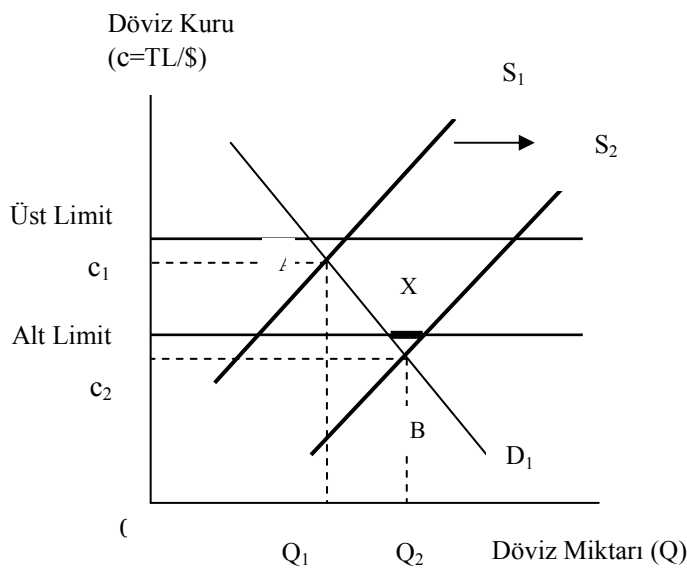
Merkez Bankaları, önceleri ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek ve ulusal paranın değişim değerini sabitlemek için rezerv bulundurmışlardır. Günümüzde ise, ülkelerin rezerv bulundurma gerekçeleri genel olarak para ve kur politikasını desteklemek, dış borç servisini karşılamak, finansal krizlere ve olağanüstü durumlara karşı korunma sağlamak ve ithalatı finanse etmek olarak değişiklik göstermiştir (Mahlebiciler, 2006: 11).

Merkez bankalarının dış rezerv tutması ile uygulanan döviz kuru politikaları arasında ilişki vardır. Merkez Bankalarının döviz piyasalarına müdahale ederek kur

dalgalanmalarını önlemeye çalışmaları sabit ve yönetimli döviz kuru politikalarında uygulanırken, serbest dalgalanan döviz kuru politikalarında merkez bankasının piyasaya müdahale etmeyeceğinden fazla rezerv tutmasına da gerek kalmayacaktır.

Sermaye hareketlerinin en çok etkilediği değişkenlerden birisi döviz kurudur. Sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkisi, döviz piyasasının niteliğine bağlı olarak değişmektedir. Bu bağlamda sermaye girişlerinin döviz kuru üzerindeki etkisini, sabit kur sistemi ve esnek kur sistemi altında değerlendirmek gerekmektedir.

Şekil 3. Sabit ve Esnek Kur Sisteminde Döviz Kuru



Sabit ve esnek kur sistemlerinde döviz piyasasında dengenin gösterildiği Şekil 3'te dikey eksen döviz kuru, yatay eksen döviz miktarı yer almaktadır. Bir paranın piyasada alabileceği en yüksek değer, üst limit; en düşük değer, alt limit ile gösterilmiştir.

Öncelikle esnek kur sistemi olduğunu düşünelim, S₁ döviz arz eğrisi ve D₁ döviz talep eğrisinin kesiştiği A noktasında denge sağlanmıştır. Döviz talebi aynı iken sermaye hareketleri nedeniyle döviz miktarı artmış, döviz arzı S₁'den S₂'ye kaymıştır. Bu yeni durumda döviz piyasasında denge, esnek kur sisteminde B noktasında sağlanır. Döviz kuru c₁'den c₂'ye düşmüş, döviz miktarı ise Q₁'den Q₂'ye yükselmiştir. Sonuçta bir ekonomiye giren sermaye miktarındaki artış, esnek kur

sisteminde döviz kurunun düşmesine dolayısıyla ulusal paranın değer kazanmasına neden olmaktadır.

Sabit kur sistemi uygulayan bir ekonomide artan sermaye girişleri olduğunu düşünelim, bu durumda döviz arzının artması nedeniyle, merkez bankasının döviz piyasasına herhangi bir müdahalesinin olmadığı durumda, döviz kuru c_1 'den c_2 'ye düşmektedir. Ancak c_2 kuru alt limit noktasının altında kalmaktadır. Bu durumda merkez bankası piyasaya müdahale ederek X kadar döviz arz fazlasını alır ve kur merkez bankasının ilan ettiği alt sınırdan oluşur. Sermaye artışının sabit kur sisteminde kurları aşağı çekme durumu merkez bankasının müdahalesi nedeniyle olmamaktadır. Esnek kur politikası izlenmesinde ise kurlar, merkez bankasının müdahalesi ölçüsünde sermaye giriş çıkışlarına tepki göstermektedir (Keskin, 2008: 66).

Sonuç olarak diğer şartların sabit olduğu düşünülürse, finansal sermaye girişlerinin artması ulusal paranın değer kazanmasına yol açmaktadır. Bu olgu, mal ticaretinde önemli bir rekabet gücü kazanmamış ve yüksek enflasyona sahip olan GOÜ'lerde döviz kurunun bir ekonomi politikası aracı olarak kullanılmasını zorlaştırmaktadır.

4.1.3. Para Politikası Üzerine Etkileri

Finansal serbestleşmenin makro ekonomik değişkenler üzerine etkilerini inceleyen McKinnon ve Shaw'ın geliştirdiği teori bu konudaki temel yaklaşımlardan biridir. Bu yaklaşım, nominal faizler üzerindeki sınırlamaların kaldırılmasının tasarrufları ve yatırımları artırarak ekonomik büyümeyi arttıracak ve enflasyonu aşağıya çekeceğini öngörmektedir. Ayrıca McKinnon-Shaw yaklaşımına göre, GOÜ'lerde finansal liberalizasyon sürecine girilmesiyle, serbest bırakılan faiz oranları yükselerek tasarruf-yatırım dengesini sağlayan önemli bir değişken haline gelecek ve böylece finans kesimi ile piyasalara ilişkin tüm bilgileri taşıyan bir gösterge niteliğini kazanacaktır (Saygılı, 2001: 167).

Faiz oranları, uluslararası sermaye hareketlerinden en çok etkilenen ve etkileyen faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Klasik iktisat teorisine göre faiz, tasarrufun, diğer bir deyimle tüketimden kaçınmanın bir karşılığıdır. Faiz oranları

yükselince tasarruf miktarı artar, faiz oranları düşünce tasarruf miktarı da düşer. Faiz oranı ile yatırım talebi arasındaki ilişki ise ters yönlüdür. Keynes'e göre faiz bireyleri likiditeden vazgeçirmenin bir bedelidir ve para arzı ile likidite talebine bağlıdır. Neoklasikler ise faizin tasarruf-yatırım eşitliğini sağlamakta olduğu ve para miktarındaki değişmelerin faiz oranını kısa vadede değiştirebileceği, fakat uzun vadede değiştiremeyeceği görüşündedirler (Güran, 1999: 165).

Genel olarak faiz oranlarının düşük düzeylerde olması istenir. Çünkü faiz oranları bir maliyet unsurudur ve yatırımları özendirme için düşük düzeyde olması istenir. Ayrıca yükselen faiz oranları bankacılık sektörünün riskini artırır. Düşük faiz politikası izlemek bu anlamda genel kabul görmektedir. Diğer taraftan, düşük faiz oranları sermaye kaçışına ve yurtiçi yatırımlar için gerekli tasarruf miktarının azalmasına neden olacaktır. Faiz oranlarının serbestleştirilmesi ile ticari bankalar ve finansal kurumlar aracılığıyla yatırımlar kendi kendini finanse eden düşük getirili yatırımlardan verimliliği daha yüksek yatırımlara kayacaktır. Bununla birlikte finansal piyasaların gelişmesi hızlanacak, bunu vadelerin uzaması ve finansal araçlar ile finansal kurumların çeşitliliğinde ve sayısında meydana gelen artışlar izleyecektir (Parasız,1998:248-249).

Sermaye girişlerinin enflasyon üzerindeki etkisi, para arzında yol açacağı genişleme ile ölçülmektedir. GOÜ'lere yönelik sermaye girişlerinin artışı ile birlikte fiyatların düştüğü gözlenmiştir. Enflasyonun kontrol edilmesi veya düşürülmesi büyük ölçüde, sermaye girişinin para arzındaki genişlemeye etkisinin sınırlandırılması ve yine sermaye girişinin döviz kurlarındaki etkisinin sınırlandırılması ile sağlanabilmektedir. Ayrıca Latin Amerika ülkelerinde sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde uygulanan sıkı maliye ve para politikası ile sabit kur politikası ile birlikte enflasyon düşürülebilmektedir.

Sermaye girişleri tüketim harcamalarını ve dolayısıyla iç talebi artırdığı ölçüde de enflasyon ve cari açıklar üzerinde baskılar yaratabilmektedir. Ancak ekonomide fiyat istikrarı sağlanılırken, bazı kısıtları beraberinde getirmektedir. Fiyat istikrarı sağlamak için uygulanan politikalar, üretim, istihdam ve gelir dağılımı bozukluklarına yol açabilmektedir. Ayrıca, uygulanan sıkı para politikası ve yüksek reel faiz oranları, reel olarak hayli değerlenmiş ülke parası ve kamu kesiminin

harcamalarında büyük boyutlara varan sonuçlara neden olabilmektedir. Bu politikaları uzun süre ekonomideki diğer dengelerle yürütmek ve hızlı bir büyüme sağlamak hayli zor görülmektedir. Reel faiz oranlarının ve ülke parasının reel olarak sürekli değer kazandığı bir ekonomide istenilen yatırım seviyesine ulaşmak güçleşmektedir. Nitekim sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte faiz oranlarının artması enflasyon oranlarını da arttırmaktadır.

Ulusal paranın değerli hale gelmesi, devalüasyon beklentilerini arttırır. Beklentilerdeki artış, hem nominal faiz oranlarını hem de döviz kurlarını yükseltir. Devalüasyon beklentilerindeki artıştan kaynaklanan riskleri azaltmak ve istikrarı sağlamak için GOÜ para birimlerini \$'a sabitlemişlerdir. Ancak istikrarı sağlamaya yönelik döviz kuru rejimi, sermaye girişinin reel faiz farklılığının yanında kur farkından da yararlanmaya yönelik olmasına yol açmıştır. Böylece devalüasyon beklentilerini önlemeye yönelik uygulama, kurların sürdürülemeyeceği spekülasyonuna yol açmıştır.

Tablo 10'da, 10 GOÜ'de sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde ekonomilerin genel eğilimleri verilmiştir. Şili ve Hindistan dışında ülkelerde cari işlemler bilançosu açıklarında artış olmuştur. Arjantin, Türkiye ve Meksika'da seçilen dönemler için reel döviz kurunda değerlenme ortaya çıkmıştır. Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde GOÜ'lerde cari işlemler açıkları artmış, reel döviz kurundaki değerlenmede katkısı olmuş, enflasyonda artış görülmüştür.

Tablo 10. Seçilen GOÜ'lerde Temel Ekonomik Göstergeler

Ülkeler	(1)Sermaye Giriş Dönemleri	(2)Net Sermaye Girişi	(3)Cari İşlemler Açığı	(4) Enflasyon	(5)Reel Döviz Kurunda Ort.Değişme
Arjantin	(1991-2005)	3,4	1,8	22	72,4
Endonezya	(1990-2003)	9,2	0,12	46	-21,3
Türkiye	(1997-2006)	10,5	1,43	19	0,56
Macaristan	(1993-2002)	18,3	7,2	12	21,3
Şili	(1992-2004)	4,2	-1,3	21,67	-18,7
Malezya	(1995-2003)	8,3	3,5	8,5	-22
Filipinler	(1992-2004)	7,6	0,22	6,24	-8,6
Tayland	(1997-2006)	12	2,6	54	-4,5
Hindistan	(1996-2003)	2,9	-1,08	6,2	-21,5
Meksika	(1993-2005)	11,5	5,6	22,74	11,7

Kaynak: Dünya Bankası, <http://datatabank.worldbank.org/ddp/home.do>

Açıklamalar: (-) işareti, 3. sütunda cari işlemler açığındaki düzelmeyi ve 5. sütunda ise reel döviz kurunda değer kaybı olduğunu göstermektedir.

Sermaye girişinin yoğun olduğu GOÜ'lerin çoğunda makroekonomik dengeler bozulmuş, ülke parası aşırı değerlenmiş, bu değerlenme ise bankaların uluslararası finans piyasalarından uygun koşullarda borçlanmasını ve toplanan bu fonların yüksek getirili kamu menkul değerlerine yatırılmasını ya da yurt içi piyasalara kredi olarak verilmesini cazip hale getirmiştir. Artan kredilerle birlikte iç pazarın canlanması, tüketim ve hammadde malları ithalatını artırırken, ulusal paranın yabancı paralar karşısında değer kazanması da ihracatı zorlaştıran, ithalatı kolaylaştıran bir unsur olarak ortaya çıkmıştır. Borçlanma artmış ve finansal piyasalar spekülâtif hareketlere açık hale gelmiştir. Kaynakların hatalı tahsisi ile başlayan finansal bozulma, teminat olarak gösterilen hisse senetlerinin fiyatlarının düşüşüyle devam eder ve finansal sistemin krize sürüklenmesi kaçınılmaz olacaktır (Mejia-Lopez, 1999: 36).

4.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler

1970'lerin petrol şoklarından önceki dönemlerde, GOÜ'ler ithal ikamesi ağırlıklı sanayileşme politikaları uygulamakta ve döviz gelirlerini geleneksel ürünlerin ihracatından ve işçi geliri transferlerinden sağlamaktaydılar. Dış finansman gereksinimlerini, büyük ölçüde, devletten devlete yardımlar ve uluslararası kuruluşların desteği ile karşılıyorlardı. Bu dönemde krizler, genellikle, sık aralıklarla ortaya çıkan döviz darboğazlarından ve üretim için gerekli ithalatın yapılamamasından kaynaklanmaktaydı. Ekonominin dış dengesini yeniden sağlamak için, IMF'nin desteği ile kısa süreli istikrar programları uygulanıyor, para ve maliye politikaları dengeleniyor ve döviz kuru ayarlamaları yapılıyordu. 1980'li yıllara gelindiğinde ise söz konusu ülkelerin büyüme performanslarını sürdürebilmeleri için, dış kaynaklara olan gereksinimleri artmış ve değişen koşullarda, ödemeler dengesi krizleri yerini borç krizlerine bırakmıştır.

GOÜ'ler ilk kez 1970'lerin başında ağır petrol faturalarını ödemek üzere uluslararası özel mali piyasalara çıkmış ve ticari bankalardan borçlanmışlardır. Ancak yükselen faizler ve artan dış borçlar dolayısıyla yükümlülüklerini yerine getirememişlerdir. Böylece dünyada 1982 yılında dış borç krizi ortaya çıkmıştır. Bankalara olan borçların ertelenmesi ya da yeniden yapılandırılması yoluna gidilmiştir. Bankacılık krizlerinin etkileri tam atlatılmamışken GOÜ'ler bu kez

yoğun kısa vadeli sermaye dalgalanmalarının etkileriyle uluslararası mali krizlerle karşı karşıya gelmişlerdir. 1990'ların ikinci yarısında, uluslararası sermaye girişlerinin yoğun olduğu ülkelerde neredeyse arka arkaya ekonomik kriz yaşanmaya başlamıştır. 1994 yılında Türkiye'de ve Meksika'da ekonomik kriz yaşanmış, 1997 yılında patlayan ve kısa sürede bölgesel bir krize dönüşen Asya Krizi, ardından 1998 yılında Rusya Krizi ve daha sonra güçlkle bastırılan Brezilya Krizi ortaya çıkmıştır. Kriz yaşanan ülkelerin ekonomik yapılarında farklılıklar olmasına karşın hepsinin ortak özelliği finansal serbestleşmeyi gerçekleştirerek uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki tüm kontrolleri kaldırmış olmalarıydı. Bu nedenle finansal serbestleşmenin ağır faturalarından birisi de krizler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu bölümde 1982 Dış borç krizinden başlamak üzere, 1994 Meksika, 1997 Güney Doğu Asya, 1998 Rusya, 1999 Brezilya ve 2001 Arjantin krizleri genel hatlarıyla ele alınmış, Türkiye'de yaşanan krizler değerlendirilerek benzer ve farklı yönlerine değinilmiştir.

4.2.1. 1982 Dış Borç Krizi

1980'li yıllarda Latin Amerika ülkelerinin finansal gelişmişlik seviyesi birbirinden farklıydı. Genel anlamda bu ülkelerde uygulanan finansal baskı politikaları, faiz oranlarının kontrol edilmesi, kredi tesisinin devlet tarafından yapılması, menkul kıymet borsalarının ve yeni mali kurumların kurulmasının engellenmesi, sermaye hareketlerine sınır getirilmesi şeklinde ortaya çıkmıştır.

Finansal baskı politikaları Latin Amerika ülkelerinde finansal sektörün daralmasına yol açmıştır. Ayrıca devlet tarafından nominal faiz oranlarının, enflasyon oranının altında belirlenmesi, reel faizlerin negatif olmasına yol açmıştır. Bu durum verimli projelerin finanse edilmesini olumsuz etkilemiş ve Latin Amerika ülkelerinden sermaye kaçışına yol açmıştır. Latin Amerika ülkelerinde reform öncesi dönemde görülen en önemli problemlerden birisi de mali sistem üzerinde etkin bir denetim mekanizması olmamasıdır. Yerli ya da yabancı bağımsız denetleme kurumlarınca bankaların denetlenmemesi, mevduata verilen garantiler nedeniyle bazı holding bankalarının topladıkları kredileri kendi bünyelerindeki şirketlere usulsüzce aktarmaları, krizin oluşumuna zemin hazırlamıştır. Bu borç krizi özellikle Arjantin, Kolombiya, Şili ve Uruguay'ın finansal sektörlerini derinden etkilemiştir.

Arjantin’de 1980-1982 yılları arasında özel ticari bankaların en büyükleri ve 42 küçük ve orta ölçekli mali kurum tasfiye edilmiştir. Benzer bir şekilde Şili’de de 11 tane büyük finansal kurumun likidasyonuna gidilmiştir. Özetle 1982 yılındaki borç krizi Latin Amerika ülkelerine akan yabancı sermayenin durmasına ve izleyen dönemde ulusal tasarrufların artması için yeni yöntemler aranmasına yol açmıştır.

Ülkeden ülkeye değişmekle birlikte genel olarak Latin Amerika ülkelerinde yapılan finansal reformlar, faiz oranlarının serbest bırakılmasını, kredi tahsis politikalarının terk edilmesini, mevduat munzam karşılık oranlarının düşürülerek bütün finansal kurumlar için uyumlu hale getirilmesini, sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasını, yerli ve yabancı bankaların finansal piyasalara girmesini engelleyen yasaların kaldırılmasını ve etkin bir denetim mekanizması geliştirilmesini hedef almaktaydı. Kurtarma operasyonlarının neden olduğu aşırı parasal genişleme, izlenen yapısal uyum politikalarının sürdürülmesini imkânsız hale getirmiş ve bir müddet sonra Arjantin ve Şili’de devlet yeniden mali sektörü denetim altına almak zorunda kalmıştır. Ancak bu durum çok uzun sürmemiş ve bir müddet sonra her iki ülke yeniden finansal serbestleşme politikalarına geri dönmüşlerdir. Öncelikle mali durumu kötü olan bankalar kamulaştırılmış daha sonra yeniden özelleştirilmişlerdir.

4.2.2. 1994 Meksika Krizi

1970’lerde Meksika’nın dış politikası, bugün en büyük ticari ortağı olan ABD üzerinde yoğunlaşmaktaydı. Ülkede bulunan petrol rezervleri, Meksika’yı dünya petrol üreticileri ve ihracatçıları arasında ilk sıraya getirmiştir. 1973’teki petrol krizinde ülke, ABD’ye petrol tedarik eden ülkelere biriydi. Petrole aşırı güvenen Meksika, bütçe gelirlerinin üzerinde harcama yaparak dış borç yükünün altına girmiştir. Düşük reel faiz oranları iç tasarrufları olumsuz yönde etkilemiştir. 1980’lere gelindiğinde faizlerin giderek yükselmesi ve uygulanan düşük petrol fiyatları politikası, ekonomideki enflasyonu yükseltmiştir. Bu dönem (1982–1987) IMF programlarının uygulandığı, asgari ücretin % 42, ortalama sanayi ücretlerinin % 29 düştüğü bir dönem olmuş ve işsizlik % 8’den, % 24’e fırlamıştır.

Meksika’ya 1990–1993 yılları arasında giren özel yabancı sermaye ortalama 72,5 milyar \$ kadardı. 1994 yılında Meksika’da kriz olacağı öngörülemediği

olmasına rağmen, krizin asıl nedeninin 1994 yılından önceki birkaç yıldaki olumlu konjonktürün etkisiyle ülkeye giren büyük miktardaki kısa dönemli sıcak paranın, değerli yerli para, yüksek oranda cari işlemler açığı ve politik istikrarsızlık nedeniyle ülkeden hızlı bir şekilde çıkması olduğu söylenmektedir. Bu tarihlerde ülkenin dış rezervleri 26 milyar \$'dan 6 milyar \$'a gerilemiş, bunu da büyük oranlı bir devalüasyon takip etmiştir (Cihan, 2005: 82) .

Meksika pezonun aşırı değer kazanması ekonomik dengeleri bozmuştur. 1990'lı yıllarda finansal serbestleşme ve büyük sermaye girişleri ile birlikte oluşan kırılganlıklara ilaveten giren kısa vadeli sermaye girişleri ile cari işlemler açığı finanse edilmeye çalışılmış bununla birlikte hem özel sektör hem de kamunun dış yükümlülükleri hızla artmıştır. 1994 yılında ekonomide yaşanan iç ve dış şoklar, döviz kuru baskı altında iken Aralık 1994'de bir ödemeler dengesi krizi ve finansal krize yol açmıştır (Türkiye Bankalar Birliği, 2001:2). Krizin sonrasında ülkede devalüasyonun yarattığı enflasyonist baskının kontrol altında tutulması için sıkı para politikası uygulanmıştır. Hükümet acil yardım desteği için IMF ile anlaşmıştır. Bankacılık sektörüne ilişkin sorunların çözümü için yoğun bir uygulama planı geliştirilmiştir. 1995 yılından itibaren uygulanan sistemin güçlendirilmesi ve daha iyi parasal kontrol için ülke genelinde önemli adımlar atılmıştır. 1996 yılından itibaren ise döviz kuru istikrarlı hale gelmiş, uluslararası rezervlerini artırabilmiştir (Krugman, 2001: 5).

4.2.3. 1997 Asya Krizi

Asya krizi, son on yılda ortalama yıllık %8 GSYİH artışı yakalayan ve ASEAN-5 olarak bilinen Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland'da ortaya çıkmıştır. Son 30 yılda kişi başına milli gelir Kore'de 10 kat, Tayland'da 5 kat ve Malezya'da 4 kat artmıştır. Dahası Hong Kong ve Singapur'da kişi başına milli gelir rakamları pek çok sanayileşmiş ülkeyi geride bırakmıştır. Krize gelinceye kadar bölge, GOÜ'lere akan yabancı sermayenin yaklaşık yarısını kendisine çekmeyi başarmış ve dünya ticareti içerisindeki payını iki kat arttırmıştır (Krugman, 2001: 13).

1996'da beş Asya ekonomisine giren net özel sermaye akışı 9,3 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Bir yıl sonra tahmini olarak 12,1 milyar \$'lık bir çıkış yaşanmıştır. Yılsonuna kadar bu ülkelerden çıkan miktar 105 milyar \$ seviyesindedir. Bu rakam söz konusu ekonomilerin GSYİH'sının yaklaşık %10'dan fazlasına denk düşmekteydi. Bu süreç Asya ekonomilerinin tahmin edilemeyen bir ekonomik kriz yaşamalarına sebep olmuştur. Asya ülkelerindeki kriz, likit kısa vadeli sermayeye bağımlılığın, tehlikeli bir strateji olduğu dersini dünya ekonomilerine göstermektedir (Rodrik, 2000: 83).

1993 ve sonrasında Asya ülkelerinde enflasyon oranının tek haneli rakamlara düşmesi, milli gelirin ve büyüme hızının artması, bütçe açıklarının finanse edilebilir durumda az olması gibi ekonominin iyi işleminin göstergeleri vardı. Bu sağlıklı görünüm, yabancı yatırımcılar için cazip fırsatlar sunmaktaydı. Finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesiyle yatırımcıların iştahını kabartan bölgeler arasına girmiştir. Faiz oranlarının düşmesinin de etkisiyle, yabancı sermaye girişi kayda değer biçimde artmıştır. 1986-1990 döneminde Güneydoğu Asya ülkelerinde yabancı sermaye girişlerinin GSYH'ya oranı ortalama %1,4 iken, 1990-1996 döneminde bu oran %6'ya yükselmiştir. 1990-1996 döneminde Tayland'a giriş yapan sermaye hareketlerinin GSYH içindeki payı ortalama %10,3 olarak gerçekleşmiştir (Radalet ve Sachs, 1998: 14).

Para krizlerini açıklayıcı modeller kapsamında krizlerin belirlenmesinde ve göstergelerinde sinyal yaklaşımı önem taşır. Sinyal yaklaşımında öne çıkan göstergeler reel döviz kuru, yurtiçi krediler ve M2Y para arzının rezervlere oranıdır. Söz konusu göstergelerin kriz öncesi durumlarına bakıldığında göstergelerde beklenen gelişmeler olmuş, reel döviz kurunun değerlenmiş, yurtiçi kredilerde ve M2Y para arzında artış olmuştur. Meksika'da 1994 yılında M2Y para arzı bir önceki yıla göre dört kat artış göstermiştir.

Tablo 11. M2Y/Rezervler

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
G.Kore	6,56	8,33	7,20	6,91	6,47	6,11	6,51	10,50
Endonezya	6,16	5,51	5,61	6,09	6,55	7,09	6,50	-
Malezya	2,91	2,99	,64	2,10	2,48	3,33	3,66	4,99
Filipinler	16,30	4,82	4,35	4,90	4,86	5,86	4,50	6,97
Tayland	4,58	4,11	4,10	4,04	3,85	3,66	3,88	4,08
Meksika	5,78	4,45	5,04	4,35	19,16	4,95	4,54	3,97

Kaynak: Güloğlu, vd., 2002: 12.

Asya krizinin başlamasında ve yayılmasında birçok faktörün etkili olduğu söylenmektedir. Bunlar arasında en belirginleşenler öncelikle finans ve reel kesimde dışarıdan borçlanmayı gerektiren sabit kur rejiminin uzun süre devam ettirilmesi, finansal serbestleşmeyle oluşan yapıda finansal sektöre giriş kısıtları ortadan kaldırılmasıyla finansal kurumların borç alma ve kredi verme kararları ile ilgili olarak daha fazla serbestlik elde etmişlerdir. Bu nedenle bankalar ve finans kuruluşları kısa vadeli aşırı borçlanmış ve devletin bu kredilerde garantisinin olmaması hem kurumları hem de finans şirketlerini zor durumda bırakmıştır. Bankalarda geri ödenmeyen kredi borçlarının artışı, kurumlar üzerindeki denetim mekanizmasının doğru işlememesi, finansal yapının kırılabilirliğinin uzun süredir devam etmesi diğer nedenler arasında sayılabilmektedir.

Tablo 12. Reel Döviz Kuru

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
G.Kore	91,5	87,7	85,2	84,7	87,7	87,2
Endonezya	99,6	100,8	103,8	101,0	100,5	105,4
a						
Malezya	96,9	109,7	111,0	107,1	106,9	112,1
Filipinler	103,1	107,1	97,4	111,7	109,6	116,4
Tayland	99,0	99,7	101,9	98,3	101,7	107,6
Meksika	85,9	99,3	99,3	90,6	102,7	104,3

Kaynak: Çakmak, 2006: 128

Kısa vadeli sermaye girişi, girdiği ülkede döviz bolluğu yaratarak, yurtiçi kredilerde bir genişlemeye yol açmakta, artan yatırım ve tüketim harcamaları ithalatı arttırarak cari açığın oluşmasına neden olmaktadır. Büyük hacimli sermaye girişleri ulusal parayı değerlendirerek ihracatı yapılan malların fiyat rekabeti gücünü azaltmaktadır. Tablo 12’de görüldüğü gibi kriz öncesinde ülkelerin reel döviz kurunda artışlar olduğu gözlenmektedir.

Bunun dışında, küreselleşmenin etkisiyle birbirine bağlı hale gelen ülkelere krizin yayılması hem krizin derinliğini artırmış hem de alınabilecek önlemlerin etkinliğini azaltmıştır (Lane, 1999:3). Kriz, etkisi altına aldığı ülkelerin ekonomilerinin daralmasını ve buna bağlı olarak ekonomik büyümeyi yavaşlatması sonucunu doğurmuştur. Krizin çıkışı aniden olmasına rağmen, etkileri uzunca bir süre devam etmiş, yaşanan krizin etkisiyle 1997 yılında bu ülkelere 12 milyar \$ tutarında net sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Ekonomik sıkıntılardan kaynaklı panik

dalgalar halinde diğ er ülkelere kısa sürede yayılmıştır. Birçok firma kapanmış, milyonlarca kişi işsiz kalmıştır. Önlenemez ekonomik ve sosyal patlamalar yaşanmıştır. Kriz sonucunda IMF'nin Asya ülkeleriyle yaptığı anlaşmalar sorgulanmaya başlanmıştır. IMF'nin eleştirildiği temel nokta deflasyon yaşayan ülkelerde üretim düzeylerini daha da azaltacak istikrar paketleri uygulamaya çalışması olmuştur.

Güneydoğu Asya krizine hazırlıksız yakalanan ülkelerden biri de Rusya'dır. Rusya'nın dış borçları 140 milyar \$, iç borçlar ise 70 milyar \$'dı. Bu açığı kapatmak için borçlanan hükümet borçlanma yolu ile elde edilen kaynakları verimli yatırımlar yerine cari harcamaların, özellikle maaşların ödenmesinde kullanmıştır. Dünya konjonktürünün genel durumu ve ülkenin sıkıntıları krizi kaçınılmaz hale getirmiştir.

Asya ülkeleri önceleri doğrudan yatırımlara ev sahipliği yapmış ve ekonomik büyümeye sürekli katkı sağlamışlardır. Ancak daha sonraları artan kısa vadeli sermaye hareketleri ülke paralarının aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Bu durumda ise ihracat azalmış, ülkeler engellenemez cari açıklarla karşı karşıya kalmışlardır.

4.2.3. 1998 Rusya Krizi

Güneydoğu Asya krizinin etkisi geçmeden 17 Ağustos'ta Rusya dış borçları için 90 günlük ve kısa vadeli borçlanma kağıtlarını yıl sonuna kadar erteleyerek moratoryum ilan etmiştir. 45 milyar \$'a yakın borcunu erteleyerek rubleyi %15 oranında devalüe etmesiyle Rusya krizi başlamıştır. Serbest piyasa şartlarına uyumu sağlayamayan hükümet, iç borçlanmaya önem vermiş, bu ise faizlerin yükselmesine yol açmıştır. Rublenin devalüe edilmesi krizin başlangıcı olmuş ve fitili ateşlemiştir. Rusya'nın ödemeler dengesi, petrol fiyatlarındaki düşmeye paralel olarak bozulmaya başlamış, cari işlemler dengesinde 1996'da 11,6 milyar \$'lık fazla, 1997'de 3,3 milyar \$'a gerilemiştir. Buna karşılık 15 milyar \$'a ulaşan kısa vadeli dış borç ödemesi, Rusya'yı sıkıntıya sokmuştur. Hazine kâğıtlarının ortalama % 55 getiri sağlaması, buna karşılık kar artışının % 10 olması, rubleye yatırımı özendirmiş ve bankalar açık pozisyonla çalışmaya başlamıştır. Elde edilen bu yüksek karlar ise riskleri arttırmıştır (Karluk vd, 1999: 284) .

Petrol fiyatlarındaki yaklaşık %50 oranındaki düşüş ve Rusya'nın dış gelirlerinin büyük bir bölümü oluşturan enerji hammaddelerinden kaynaklanan 10 milyar \$'lık kayıp, bankaların vermiş olduğu kredilerin geri dönüşünde sıkıntılar oluşturmaya başlamış ve krizin derinleşmeye başlamıştır. Rusya'ya göre krizin ortaya çıkmasındaki en büyük pay yabancı spekülörlere aittir.

Rusya'nın 1999 yılı GSMH'sı 1990 yılı GSMH'sının sadece %59'u kadardı. Dokuz yıl içinde Ruslar, gelirlerinin %40'ını kaybetmişlerdi. 1989-95 döneminde, sanai üretim yüzde 48,8, yani neredeyse yarı yarıya düşmüş bulunuyordu. Rusya'da yaşam ümidi azalmış, nüfus gitgide daralmaktaydı. IMF'nin şart koştuğu yasaların çıkartılması 1999 Temmuz'unu buldu. IMF bunun üzerine 4,5 milyar \$ kredi vermeyi kabul etti. Ama tabii bu Rusya'nın IMF'den aldığı ilk kredi değildi, para öncelikle aldığı diğer kredileri ödemekte kullanılacaktı. Aslında Güneydoğu Asya ve Rusya'daki durum, neredeyse tüm işletmelerin özelleştirildiği, piyasayı ve mülkiyetin özelleştirilmesini her derde deva gören, üretim alt yapısının çöktüğü, ücret ve maaşların aylarca geç ödendiği, sermayenin vergi kapsamına girmediği, ithal ürünlere mahkum edilerek üretimin durduğu ve yaratılamayan gelir sonucu dış borca bağımlı hale gelmiş bir ekonomik modelin çöküşüydü (Arslan, 2008: 125).

Latin Amerika'ya krizin yayılması, batılı ülkeleri daha fazla ilgilendirmekteydi. Çünkü batılı gelişmiş ülkelerin 1998 yılı itibariyle Latin Amerika'da yaklaşık 63 milyar \$'lık paraları vardı ve ABD finans kuruluşları Asya ülkelerine ise 2,3 milyar \$'lık kredi vermişlerdi. Brezilya'da Eylül başında döviz rezervlerinin 70 milyar \$'dan 48 milyar \$'a gerilemesi, uluslararası piyasaları çok tedirgin etmiştir. Rusya krizinin ardından gelişen piyasalarda ortaya çıkan güvensizlik ortamı sermaye çıkışlarını hızlandırmış, Brezilya başta olmak üzere Latin Amerika ülkeleri bu durumdan en fazla zarar gören ülkeler olmuşlardır. Brezilya'da dış finansman maliyetlerinin artması nedeniyle finansmanın iç piyasalardan sağlanmaya çalışılması para piyasalarında sıkışıklık yaratarak iç piyasadaki faiz oranlarını artırmıştır.

4.2.4. 1999 Brezilya Krizi

Brezilya'nın 1980'li yıllardan bu yana ekonomik göstergelerine bakıldığında GSYİH büyüme oranlarında çok sık dalgalanmaların olduğu, yüksek dış borçlar ve faiz oranlarının yanı sıra siyasi istikrarın da sıkça sekteye uğradığı ve 1994'e gelindiğinde yıllık ortalama enflasyonun % 2000'lerin üzerine çıktığı görülmektedir. 1994'te uygulamaya konulan Real Planı ile yıllık ortalama enflasyon %20'lere düşürülerek Brezilya'nın enflasyon tarihinde yeni bir sayfa açılmıştır. Dünya'nın en büyük dokuzuncu ekonomisi konumunda bulunan Brezilya, 1994'lerden sonra ekonomideki devlet kontrolünü azaltarak, telekom, elektrik, madencilik, demiryolu ve bankacılıktaki etkin olmayan kamu monopollerini özelleştirerek gerçekleştirdiği başarılı özelleştirme ile GOÜ'lere örnek gösterilir olmuştur. Ancak 1999 yılındaki Asya krizi Brezilya'yı etkilemiş, 13 Ocak 1999 tarihinde mali kriz patlak vermiştir (Akdiş, 2004: 43).

Brezilya'ya 1970'li yıllarda maksimum yabancı sermaye girişi olmuş ancak 1983 yılında Meksika kriziyle azalan sermaye 1990'lı yıllardan sonra yeniden eski seviyelerine ulaşabilmiştir. Daha sonraları Rusya krizi ile başlayan güvensizlik finans piyasalarında yabancı sermayenin spekülasyon davranmasına neden olmuştur. Brezilya, krizin ilk etkilerini Rusya krizini takip eden üç ay içinde 30 milyar \$'lık sermaye kaybederek yaşamıştır.

Real'in yüksek iç faizlerin de etkisiyle aşırı değerlenmesi devalüasyon beklentisi yaratmıştır. Baskılar karşısında Real 13 Ocak 1999'da % 8,3 oranında devalüe edilmiştir. Güney Doğu Asya ve Rusya krizinde olduğu gibi Brezilya ekonomisine giren büyük oranda yabancı sermaye akımı hızla çıkarak spekülasyon yaratmıştır. Krizin etkileri, gerileyen üretim, artan işsizlik, sağlık, eğitim ve sosyal yardım kalemlerindeki kısıntılar ve yaygınlaşan yoksulluk olarak kendini göstermiştir.

4.2.5. 2001 Arjantin Krizi

İhracata yönelik tarım ve balıkçılığın geliştiği Arjantin, doğalgaz, petrol, maden ve metal açısından zengin bir doğal kaynak altyapısına sahiptir. Ülke 19. yüzyılın ilk yarısında bağımsızlığına kavuşmuş, 1. Dünya Savaşı yıllarına kadar

tutarlı bir kalkınma süreci yaşamıştır. Tarım ekonomisi ile sanayileşme arasında kalan Arjantin'in Latin Amerika Ülkeleri arasında ayrı bir yeri bulunmaktadır.

Arjantin, 1970'li yıllara kadar sanayide aşırı korumacı politikalar izlemiş, 1990'lı yıllardan sonra işlerliğini yitiren bazı kamu kuruluşlarını özelleştirerek daha rekabetçi, politikalar izlemeye başlamıştır. 1970'li yıllarda baş gösteren petrol krizi Arjantin'i de etkilemiştir. 1991-2001 yıllarında Arjantin'de uygulanan neoliberal reformların sonucu kısa vadeli sermaye girişi artmış, Arjantin Peso'su değerlenmiş ve faizler yükselerek dış borç miktarı artmıştır. 2001 krizinin işgücü piyasası üzerindeki etkisi ise gerek istihdam, gerekse ücretler açısından olumsuz yönde olmuştur. 2002 yılında işsizlik oranı bir önceki yıla göre artarak % 19,7'ye ulaşmış, çıkmıştır (Koyuncu ve Şenses, 2004: 13).

GOÜ'lerin yabancı kaynakları, bütçe açıklarının finansmanında, tüketime bağlı ithalatta ve kısa vadeli verimsiz projelerde kullanması, bu ülkelerin borç yüklerini arttırıp, cari işlemler dengesini bozarak, ekonomilerini kırılgan hale getirmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu olumsuz makro ekonomik koşulların etkisiyle, siyasi istikrasızlıkların boy gösterdiği dönemlerde tekrar güvenli limanlara (gelişmiş ülkelere) yönelmesi krizlere sebebiyet vermiştir. Kriz yaşayan ülkelerdeki sermaye hareketlerine genel olarak bakıldığında,

Tablo 13. Kriz Yaşayan Ülkeler (Tüm değerler % GSYİH)

		1994	1995	1996	1997
Arjantin	Sermaye girişi	6,6	6,8	7,7	10,1
	Sermaye çıkışı	-2,5	-5,7	-4,0	-4,8
Meksika	Sermaye girişi	5,1	-1,1	3,8	3,1
	Sermaye çıkışı	-2,1	-4,1	-1,9	2,2
		1996	1997	1998	1999
Endonezya	Sermaye girişi	5,0	-0,2	-9,7	-4,1
	Sermaye çıkışı	0,3	-1,3	1,8	1,4
Kore	Sermaye girişi	9,3	1,6	-2,3	4,6
	Sermaye çıkışı	-4,6	-4,7	-2,1	-2,3
Rusya	Sermaye girişi	2,7	6,8	2,4	-0,3
	Sermaye çıkışı	-9,6	-8,8	-10,3	-6,3
Tayland	Sermaye girişi	9,8	-6,0	-9,6	-7,2
	Sermaye çıkışı	-0,5	-4,1	-5,5	-1,7

Kaynak: Powell vd., 2002: 5

1995 yılında Arjantin'de yaşanan krizle sermaye girişinde kayda değer bir artış yaşanmazken sermaye çıkışı bir önceki yıla göre % 56 artmıştır. Kore'ye

1998'de sermaye girişi negatiftir. Diğer taraftan Meksika'da 1995 yılında mevcut sermayesini de kaybetmiş ekonomisi daralmıştır. Asya krizi sırasında ciddi hasar alan ülkelerden biri de Tayland'dır. 1998 yılında sermaye girişinin negatif olduğu gözlenmektedir. Aynı yıllarda Endonezya'da yurt dışına yapılan yatırımlarda geri dönüş gözlemlenmektedir (Powell, vd, 2002: 5).

GOÜ'ler açısından bakıldığında sermaye akışındaki bu sık değişim ülkenin kalkınmasında ve büyümesinde önem taşımaktadır. Yüksek sermaye girişlerinde rahatlama ve büyüme kaydedilirken sermaye çıkışları krizin yaşandığı yıllar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Finansal serbestleşme ile birlikte ülkelerin ticari ilişkilerinde sınırlar kalkmış, gelişen teknolojinin de etkisiyle bir ülkenin reel ve finans sektöründe meydana gelen değişiklikler diğer ülkelere de etki eder hale gelmiştir. Küresel pazarda kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğunluğu son yıllarda büyük boyutlara ulaşmıştır. Artan bu sermaye hareketleri ülkelerin mali piyasalarına girip çıkarken ani dalgalanmalar meydana getirmekte, özellikle finans sektörü kırılğan olan GOÜ'lerde kriz oluşumuna neden olabilmektedir.

4.2.6. Türkiye'de Yaşanan Finansal Krizler

Türkiye, dünya genelinde var olan ekonomik istikrarsızlık ve kriz ortamından uzak kalamamış ve 1994-2002 yılları arasına rastlayan kısa dönemde üç büyük ekonomik kriz yaşamıştır. Özellikle sıcak para girişleri sonucu kurlardaki değerlenme ve ithalat maliyetlerinin ucuzlaması iktisadi büyümeyi desteklemiş fakat bu büyüme dalgası uzun dönemli olmamış ve her genişleme dönemi bir krizle sonuçlanmıştır.

Krizler, finansal serbestleşmeyle birlikte ülke ekonomisine giren yabancı kaynaklı fonların daha çok kısa vadeli yatırımlar şeklinde olması ve spekülâtif davranış sergilemesi sonucu ani giriş çıkışlarla hızlı dalgalanmalar sonucu ortaya çıkmıştır. Finansal serbestleşmeye hazır olmayan ekonomi, dünya ekonomilerinin rekabetine açılmış, bu durum kaçınılmaz krizleri beraberinde getirmiştir. Krizlerin ortak sonuçları ise, ekonominin kısa süre içinde önemli ölçüde daralması, işsizlik, artan enflasyon ve reel ücretlerin düşmesi olarak gözlenmiştir.

4.2.6.1. 1994 Krizi

Türkiye’de 1990 yıllarında izlenen ekonomi politikaları, ulusal ekonominin canlandırılması ile makroekonomik istikrarı yeniden oluşturabilmek yerine, ekonominin birikim önceliklerini doğrudan doğruya kısa vadeli dış sermaye girişlerine dayandırarak, kısa süreli ve yapay büyüme kazanımları üzerine kurulmuştur. Bu tercih ulusal ekonomiyi dışsal olgulara bağımlı hale getirmiş ve ekonominin kısa çevrimli, büyüme-kriz istikrar sarmallarına sokulmasına neden olmuştur.

Bu dönemde yaşanan Körfez Krizi ve aynı yıl yapılan genel seçim, kamu açıklarını artırmış, bu açıkların iç ve dış borçlanma ile finanse edilmeye çalışılması, mevcut döviz rezervlerinin erimesi, yüksek miktarlı iç borç faizlerinin dolayısıyla reel faizler de artmaya başlamıştır. 1991 – 1993 döneminde, hükümetin, açık veren bütçenin finansmanını TCMB avanslarından karşılaması, faiz oranlarını düşük tutması ve buna bağlı olarak hazine bonolarına ve devlet tahvillerine talep olmaması, dövize talep yaratmıştır. Bankaların da, bu dönemde dövizde açık pozisyonda bulunmaları sebebiyle 1994 krizi meydana gelmiştir. TL’nin yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazanması, ihracatı kısarken, ithalatı kolaylaştırmıştır. Bu durumun doğal sonucu tablodan da görüleceği gibi, dış ticaret açığı 14,2 milyar \$’a, cari işlemler açığı ise 6.4 milyar \$’a yükselmiştir. Kamunun iç ve dış borç ödemeleri Cumhuriyet tarihinde ilk kez toplam vergi gelirlerinin üzerine çıkmıştır (Kansu,1994: 174). TEFE, 1993 yılına göre %150 artarak 149,56 olmuştur.

Tablo 14. 1990-1995 Yılları Arasında Türkiye’deki Bazı Makro Göstergeler

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
İhracat(milyar \$)	13,0	13,7	14,9	15,6	18,4	21,9
İthalat(milyar \$)	22,6	21,0	23,1	29,8	22,6	35,2
Ticaret Dengesi	-9,6	-7,3	-8,2	-14,2	-4,2	-13,2
Cari Denge	-2,6	0,3	-0,9	-6,4	2,6	-2,3
Sermaye Hesabı Dengesi	3,9	-1,3	2,4	6,6	-2,4	8,9
Rezervlerdeki Değişme	1,3	-1,0	1,5	0,3	0,2	8,8
GSYİH Artışı (1990 Fiy.)	9,4	0,3	6,4	8,1	-6,1	8,1
TEFE (%)	48,6	59,2	61,4	60,26	149,56	64,9

Kaynak: Özer, 1999: 89

Moody’s ve Standard and Poor’s adlı kredi derecelendirme kurumları 1994 yılı Ocak ayında, Türkiye’nin kredi güvenlik notunu yatırım yapılabilir ülke derecesinden spekülasyon ülkesine düşürmüştü böylece Türkiye yatırımda riskli

ülke konumuna gelmiştir. Döviz kurları aşırı yükselmiş, İMKB çökmüş, Hükümet Mart 1994 yerel seçimlerinden dolayı krize zamanında müdahale edememiş, TCMB'nin müdahaleleri yetersiz kalmış krizin derinliği gittikçe artmıştır (Acaravcı, 2000: 75). 1994 Krizi ve ardından uygulanan 5 Nisan istikrar programıyla kamu istihdamı azaltılmış, ücretler dondurulmuş, dış ticaret azalmış, sonuç olarak, ekonomik büyüme gerilemiş; 1997 yılında % 8,3 olan GSMH büyüme hızı 1998 sonunda % 3,9 olarak gerçekleşmiştir. 1999 yılı ikinci ve üçüncü çeyreğinde GSMH artış hızı pozitif dönmüş, fakat 1999'un son çeyreğinde yaşanan depremin de etkisiyle büyüme oranlarında yeniden negatif değerler görülmüştür.

Genel olarak değerlendirildiğinde 5 Nisan kararlarıyla kısa vadeli hedefler gerçekleşmiş, orta ve uzun vadeli hedefler gerçekleştirilememiştir. Bu sonuç bir çok nedenle ilişkilendirilse de, başlıca nedeni düşürülen reel ücretler nedeniyle sosyal çalkantıların artması ve koalisyon hükümetinin bozularak genel seçimlere gidilmek zorunda kalınmasıdır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 18). Ancak uzun vadeli yapısal sorunlara çözüm bulunamadığından, kısa vadede görülen iyileşme süreci daha sonra yaşanan krizlerinde temellerini oluşturmuştur. Özellikle tasarruf yetersizliğinin açığını kısa vadeli yabancı sermaye girişleri teşvik edilerek kapatılmaya çalışılmış, yurt dışına sermaye kaçışlarının önlenmesi amacıyla faiz oranlarının çok yüksek tutulması, yurt içi borçlanmanın hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur.

4.2.6.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri

Kasım 2000 ve Şubat 2001 ekonomik krizleri, birbirinin devamı niteliğindeki krizler olup, esas olarak Türkiye ekonomisinin 1994'te uygulamaya başladığı istikrar programının aksaklıklarıyla giderilemeyen sorunlarla ilgili meydana gelmişlerdir. Türkiye, süregelen ekonomik istikrarsızlığı gidermek maksadıyla, IMF ile 1999 yılında Stand-By anlaşması imzalamıştır. Dezenflasyon programı, sıkı maliye politikası, sıkı para politikası, gelir politikası, yapısal reformları, öngörülebilir nominal çıpaya dayalı kur politikası ile uyumlu bir şekilde yürütülerek enflasyon oranının 2000 yılı sonunda %25, 2001 yılı sonunda %12 ve 2002 yılı sonunda %7'ye indirilmesi, reel faiz oranının makul seviyelere çekilmesi, ekonomik büyümenin sağlanmasını hedeflemektedir (Işık, 2004: 70).

Bu amaçları gerçekleştirebilmek için program üç temel üzerine oturtulmuştur. Bunlar, kamu kesimi reformu yapılması, döviz çıpasına bağlı para programı uygulanması, sosyal güvenlik, özelleştirme ve tarım kesimine yönelik yapısal nitelikli reformların gerçekleştirilmesidir (Keskin, vd., 2006: 53). Programın temel özelliklerinden birisi de para tabanındaki değişimleri Merkez Bankası'nın net dış varlıklarındaki değişmeye bağlamasıdır. Aralık 1999'da program uygulamaya koyulmuştur. Bu program, IMF'nin görüşü doğrultusunda hazırlanmış ve teknik yardımı ile desteklenmiştir. Ayrıca IMF ve Dünya Bankası'ndan sağlanacak uzun vadeli ve düşük maliyetli kredilerle, yüksek reel faizli ve kısa vadeli iç borçlanmanın azaltılması hedeflenmiştir.

Krizden önceki ekonomik duruma bakıldığında, Meksika ve Asya örneklerinde olduğu gibi Türkiye'de de yabancı sermaye hareketlerinde büyük artışlar gözlenmiştir. Türkiye, 2000 yılının ilk on ayı içinde, IMF ile imzalanan stand-by anlaşmasının desteği, nominal döviz kuru çıpasının inandırıcılığı ve sıcak para için pozitif arbitraj getirisinin düşen faizlere rağmen süregelmesi sayesinde net yabancı sermaye girişi hızla artmış ve 15.179 milyar \$'a ulaşmıştır. Yerli aktörler 2000 yılının ilk on ayında ülke dışına, 2.550 milyar \$'ı kayıt dışı olmak üzere, toplam 5.257 milyar \$ çıkarmışlardır. Yani yabancılar Türkiye'ye büyük boyutlu sermaye aktarıırken, yerli bankalar ve firmalar sermaye girişlerinin yaklaşık % 35'ine ulaşan tutarı ülke dışına aktarmışlardır. Dolayısıyla, yabancı sıcak para girişi ile yerli sıcak para çıkışı arasında fark yaklaşık 500 milyon \$ kadar olmuştur.

Kriz dönemine bakıldığında, sermaye hareketlerindeki ilk tehlikeli sinyaller, Eylül ayında, net sermaye hesabında görülmüştür. Ocak 2000 - Ekim 2000 döneminde, 15.179 milyar \$ yabancı kökenli sermaye girişi yaşanırken, Kasım 2000 - Haziran 2001 döneminde 10.442 milyar \$ yabancı kökenli sermaye çıkışı yaşanmıştır. İki değer arasındaki fark 25,6 milyar \$'dır. Karşılaştırmayı, yerli aktörleri de ekleyerek genişletirsek, kriz öncesi dönemde toplam 9,9 milyar \$ sermaye girişi yaşanırken, krizin yaşandığı sekiz ay boyunca 13,5 milyar \$ net sermaye çıkışı yaşanmış ve dolayısıyla 23,4 milyar \$'lık bir sermaye hareketi gerçekleşmiştir. Bu sermaye hareketinin yaratmış olduğu işlem hacmi, Türkiye GSMH'nin % 12'sine eşittir (Boratav, 2001: 10).

Sermaye hareketlerinin içeriğine bakıldığında portföy yatırımlarının ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlıkta olduğu gözlenmiştir. Bu durum ülkedeki yabancı sermayenin durağan olmadığını göstermektedir. Türkiye’de kriz öncesinde hızlı bir parasal genişleme, talep patlaması, enflasyon artışı, milli paranın reel olarak değer kazanması ve ithalat artışı gerçekleşmiştir. İhracat gelirlerinin azalması ve devalüasyon beklentisindeki artış piyasaları güvensizliğe sürüklemiştir.

Tablo 15. Kriz Öncesinde ve Kriz İçinde Sermaye Hareketleri, Milyon \$

	Kriz Öncesi: Ocak 2000-Ekim 2000	Kriz Dönemi: Kasım 2000-Haziran 2001
Yabancılar:Net SH	15.179	-10.442
*Dolaysız yatırım	589	2.406
*Portföy yatırımı	6.789	-8.457
*Uzun vadeli sermaye hareketi	3.201	-553
*Kısa vadeli sermaye hareketi	600	-3.838
Yerli Aktörler:Net SH	-5.257	-3.033
*Dolaysız yatırım	-751	-452
*Portföy yatırımı	-730	949
*Kısa vadeli sermaye, kayıt-içi	-1.226	-1.847
*Kısa vadeli sermaye, kayıt-dışı	-2.550	-1.683
Rezerv Değişmeleri	-2.324	15.239**
Cari İşlem Dengesi	-7.598	-1.764*

Kaynak: Boratav, 2001:10

(*) \$499 milyon IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki \$2.823 milyon artıştan oluşur.

(**) \$8.76 milyon IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki \$7.163 milyon azalıştan oluşur.

Kriz sırasında yaklaşık 4 milyar 800 milyon \$ portföy yatırımı ülkeden çıkmış, devalüasyon beklentisi içindeki bankalar açık pozisyonlarını kapatmak telaşıyla döviz taleplerini artırmışlar ve piyasada likidite sıkıntısı başlamıştır. Merkez Bankası, artan likidite ihtiyacına karşılık, IMF programı hedefleri uyarınca piyasaya likidite vermemiştir. Ayrıca koalisyon hükümetinin anlaşmazlıkları, piyasalardaki güvensizlik ortamının varlığı dolayısıyla IMF’nin, yapısal reformlardaki gecikmeleri öne sürerek programın üçüncü kredi dilimini ertelemesine neden olmuştur. Bu gelişme piyasalarda likidite sıkıntısına yol açmış ve krizin oluşumuna zemin hazırlamıştır.

Türkiye, 22 Kasım 2000’de patlayan bir finansal kriz yaşamaya başlamıştır. Kasım 2000 krizi bankaların içine düştükleri likidite sorunlarından kaynaklanmıştır.

Bankalar, bilançolarında bulunan açık pozisyonları kapatmak amacıyla likidite arayışına yönelmişlerdir. Bu durum ise faiz oranlarının artmasına yol açmıştır. Kasım ayında bankalar arası piyasada gecelik borçlanma faizi % 315'lere çıkmış ve daha sonrasında ortalama faiz yaklaşık üç kat artış göstermiştir. Önceki dönemlere göre bankalar arası piyasada faiz artışı yaklaşmakta olan krizi işaret etmekteydi. Bu göstergelerin dışında TCMB'nin döviz rezervinde de önemli bir azalma gözlenmekteydi ve Euro piyasalarında Türkiye tahvillerinin faizleri de artmaktaydı (Uygur, 2001: 6).

Genel olarak 2000 yılına bakıldığında ekonomide yüksek işlem açığı, artan kısa vadeli dış borçlar ve kur sepetine göre değer kazanmış Türk Lirasının varlığı gözlemlenmekteydi. Bu koşullarda IMF destekli programa duyulan güvenin azalması, kamu borçlarının önlenemez yüksekliği ve bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmaya çalışılırken batık banka sayısının fazlalığı sistemin işleyişindeki güçlükleri ortaya koymaktaydı. Kasım 2000 krizinin ardından çözüme yönelik adımlar atılabilmesi için IMF desteği alınmış ve bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması hedeflenmiştir. Özelleştirme sürecinde yaşanan gecikmeler, engellemeler, yetersiz vergi sistemi, kamu kesiminin zayıflığı, emeklilik sistemi vb yapısal reformlardaki gecikmeler, TMSF kapsamındaki bankalara çözüm üretilmemesi gibi sorunlar, mali piyasada bir güven bunalımı yaratarak sektörün kırılganlığını artırıcı etki yapmıştır.

Kasım 2000'de yaşanan sistemik kriz, uygulanmakta olan ekonomik programın sürdürülebilirliğini şüpheli hale getirdiğinden sektördeki bankalar, açık pozisyonlarını kapatmak için döviz alımına gitmişlerdir. Kasım 2000 krizine yol açan bilançolardaki likidite riski birikimi, kur riskine dönüşerek Şubat 2001 krizine yol açmıştır (Aysu, 2003: 3). Şubat 2001'de Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki siyasi tartışma ile zaten hassas olan piyasalar altüst olmuş ve yeniden bir döviz krizi başlamıştır. 22 Şubat 2001 tarihinde döviz kuru çipası yürürlükten kaldırılmış ve dalgalı kura geçildiği ilan edilmiştir. 15 Mayıs 2001 tarihinde ise "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" olarak adlandırılan yeni bir program uygulanmaya başlanmıştır. TCMB, 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakılmasıyla beraber 19 Şubat tarihinde 1 \$'ın piyasa satış kuru 686.500 TL iken, bundan 4 gün sonra 23 Şubatta 920.000 TL ve 28 Şubatta da 960.000 TL oldu, bu dönemde kur artışı 10 gün içinde

% 40'a ulaştı. Kasım ayında büyük bir yara alan enflasyonu düşürme programı da böylelikle sonlanmış oldu. 3 yıllık dönem için planlanan bu program yarısından daha kısa bir süre önce yürürlükten kaldırıldı.

Böylelikle Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerini takiben sabit kur rejimi terk edilerek, kura dayalı program, yerini dalgalı kur rejimi altında parasal hedeflemenin uygulandığı yeni istikrar programına bırakmıştır. Amaçlandığı üzere, Şubat 2001 krizi ve takip eden devalüasyon sonrası milli paranın düşük değerli hale gelmesi, cari işlemler dengesinin 2001 sonuna kadar pozitif alanda seyretmesine neden olmuştur (Keyder, 2003: 79). Kur çıpası uygulaması sırasında programın başarıyla uygulanacağına inanan kur riskini artırmış olan kurumlar ve sektörler, döviz kurlarının hızla artmasıyla çok ağır sonuçları olan olumsuzluklar yaşadılar. Paritedeki bu sert hareket ve faiz oranlarında yaşanan hızlı artış, kamunun iç ve dış borç servisi yükünü önemli ölçüde artırdı. Bu şartlar altında zorunlu olarak uygulanan sıkı para ve maliye politikaları ise, resesyonu derinleştirdi. Uygulanan IMF paketlerine rağmen 2001 yılında Türkiye ekonomisi %9.5 oranında küçülmüştür (Akyüz ve Boratav, 2002: 16).

Bu krizlerden sonra finansal serbestleşme politikaları birçok eleştiriye uğramış ve yeniden ele alınmışlardır. Finansal serbestleşme teorisinin öncülerinden Mc Kinnon gibi iktisatçılar dahi daha kontrollü bir finansal serbestleşmeden söz etmeye başlamışlardır. 1990'lı yıllardan itibaren başlayan ve günümüze dek süregelen finansal reformların ikinci aşamasında, ekonomide daha çok yapısal düzenlemelere yönelik çalışmalar yapılmaktadır. Bu düzenlemelerin temel amaçları, makroekonomik istikrarı sağlamak, kredi piyasasında asimetrik bilgidен kaynaklanan aksaklıkları gidermek için finansal kurumlara yönelik etkin bir denetleme ve gözetleme mekanizması kurmak, bankacılık sektöründe rekabeti sağlamak, ulusal kredi piyasası ile uluslararası kredi piyasaları arasındaki kopuklukları gidermek ve menkul kıymet borsalarının dünya borsalarıyla bütünleşmesini sağlamak olmuştur.

BEŞİNCİ BÖLÜM

GOÜ'LERDE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN

SEÇİLMİŞ MAKRO EKONOMİK DEĞİŞKENLER

ÜZERİNE ETKİLERİ

Bu bölümde GOÜ'lerdeki sermaye hareketleri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki ekonometrik yöntem yardımı ile incelenecektir. Uygulama sonucunda sermaye hareketlerinin seçilmiş makro ekonomik değişkenlerin üzerindeki etkileri ve bu değişkenler ile sermaye hareketleri arasındaki ilişkinin varlığı sorgulanacaktır.

Uygulanacak ekonometrik analizin tabanını hazırlamak amacıyla öncelikle kullanılan istatistikî teknik kısaca açıklanacak, sonra açıklamaya uygun analiz yöntemi seçilen veri seti üzerinde gerçekleştirilecektir. Son olarak sonuçlar ışığında değerlendirme yapılacaktır.

5.1.Araştırma Yöntemi

Bu çalışmada, GOÜ'lerde uluslararası sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin araştırılmasında, ekonometrik yöntem olarak VAR (vektör otoregresyon modeli) analizinin kullanılması planlanmıştır. Sims tarafından geliştirilen VAR değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkileri ortaya çıkararak makro ekonomik politikaların şekillendirilmesi amacıyla son yıllarda ekonometrik çalışmalarda sıkça kullanılan bir analiz yöntemidir. Çalışmada yürütülen ekonometrik yöntem, zaman serisi analizine dayanmaktadır. Zaman serisi analizlerinde en önemli konulardan birisi ise, serilerin durağan olup olmamasıdır. Çünkü durağan olmayan zaman serileri ile oluşturulan modeller sahte regresyon sonuçları verebilmektedir. Serilerin durağanlık testi için Arttırılmış Dickey-Fuller Birim Kök Testi (Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test) ya da Phillips-Perron Birim Kök Testi (Phillips-Perron Unit Root Test) yaygın olarak kullanılmaktadır. VAR Modeli oluşturularak Granger nedensellik analizi yapılacak, ayrıca VAR modeli kapsamında değişkenler arasındaki etkileşimlerin ortaya konulması için Etkiye-Tepki Fonksiyonları (Impulse-Response Functions) ve bir

içsel değişkendeki değişimin hangi değişkenler tarafından sağlandığını araştırmak için değişim kaynağının ayrıştırımı (variance decomposition) tekniği kullanılacaktır.

5.1.1. Durağanlığın Tespiti

Zamana bağlı olarak bir serinin ortalaması ve varyansı sistematik bir değişme göstermiyorsa seri durağan bir zaman serisidir. Ayrıca gecikmeli iki zaman periyodundaki değişkenlerin ko-varyansının değişkenler arasındaki gecikmeye bağlı olup zamana bağlı olmaması o serinin durağan olduğunu ifade eder (Gujarati, 2004: 797).

$$\text{Ortalama} = E(Y_t) = \mu \quad (5.01)$$

$$\text{Varyans} = \text{var}(Y_t - \mu) = \delta^2 \quad (5.02)$$

$$\text{Kovaryans} = \chi_k = E((Y_t - \mu)(Y_{t-k} - \mu)) \quad (5.03)$$

İktisadi zaman serileri genel olarak durağan değildir ve trend içerir. Bu durumda değişkenler arasında sahte regresyon söz konusu olabilecektir. Bu nedenle, zaman serilerinin modellenmesinde ve nedensellik ilişkilerinin belirlenmesinde serilerinin durağan olması gereklidir. Durağanlığın sınanması için uygulanabilecek yöntemler; serinin zaman yolu grafiğini incelemek veya birim kök testlerini yapmaktır. Serinin zaman yolu grafiği çizilerek bir trend izleyip izlemediği, varyanslarının zaman boyunca sabit olup olmadığı incelenerek serinin durağanlığı hakkında bir fikir sahibi olunabildiği gibi örneklem otokorelasyonlarının, seçilen k sayıda gecikmeye karşın grafiğinin çizilmesiyle elde edilen korelogramı incelenebilir (Metes, 2007: 5). Bu yöntemler, serinin durağanlığının sınanması için kullanılmakla birlikte, aynı grafiği veya korelogramı inceleyen farklı araştırmacıların farklı sonuçlar elde etmeleri mümkündür. Diğer bir ifadeyle; bu sınamaların subjektif olduğunu söylemek mümkündür. Bu nedenle bir zaman serisinin durağan olup olmadığını araştırmak için, bu yöntemler yerine birim kök testleri literatürde sıkça kullanılmaktadır. Uygulamada en fazla kullanılan birim kök testleri Dickey Fuller (DF), Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleridir. Çalışmamızda durağanlığın tespiti birim kök testi yöntemi ile yapılmıştır.

5.1.1.1. Dickey-Fuller ve Genişletilmiş Dickey Fuller Testi

Dickey-Fuller (DF) testi, gözlenen serilerin durağan olup olmadığını belirlemede kullanılan bir testtir. Bu yöntemin ilk olarak duyurulması, Dickey D.A. ve W.A.Fuller'ın 1979'da 'Journal of American Statistical Association' adlı dergide yayınlanan makaleleriyle olmuştur. Bir zaman serisinin uzun dönemde sahip olduğu özellik; değişkenin bir önceki dönemde aldığı değerinin, bu dönemi nasıl etkilediğinin belirlenmesiyle ortaya çıkarılabilir. Bu nedenle serinin nasıl bir süreçten geldiğini anlamak için, serinin her dönemde aldığı değerlerin daha önceki dönemlerdeki değerleriyle regresyonunun bulunması gerekmektedir.

Y_t değişkeninin bu dönemde aldığı değer, Y_{t-1} , geçen dönemdeki aldığı değer ve u_t ise stokastik hata terimi olmak üzere,

$$\text{Model: } Y_t = pY_{t-1} + u_t \quad (5.04)$$

şeklinde kurulur. Eşitliğin iki tarafından Y_{t-1} çıkarıldığında;

$$Y_t - Y_{t-1} = (p-1) Y_{t-1} + u_t \quad (5.05)$$

$(p-1) = \gamma$ olmak üzere denklem aşağıdaki şekle gelir.

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + u_t \quad (5.06)$$

$$H_0 : p = 1, H_1 : p < 1$$

$(p-1) = 0$ veya $\gamma = 0$ durumunda y_t serisi bir birim kök içermektedir. Ancak

$|p| < 1$ durumunda seri durağan olur. Burada Dickey ve Fuller'ın Monte Carlo uygulamasında ortaya çıkarılan “ T ” (tau) istatistiği kullanılmaktadır.

Hesaplanan “ T ” değerinin mutlak değeri DF veya McKinnon Dickey-Fuller kritik değerlerinin mutlak değerini aşmıyorsa, zaman serisinin durağan olmadığını ileri süren yokluk hipotezini reddedemeyiz. ‘ $H_0: p=1$ ’ reddedildiğinde ise zaman serisi durağan olduğuna karar verilir (Enders, 2003: 224).

DF testinde kullanılan başlıca regresyon denklemleri şunlardır:

$$\text{Sabitli trendsiz DF denklemi : } \Delta Y_t = \gamma Y_{(t-1)} + u_t \quad (5.07)$$

$$\text{Sabitli trendsiz DF denklemi : } \Delta Y_t = a + \gamma Y_{(t-1)} + u_t \quad (5.08)$$

$$\text{Sabitli trendli DF denklemi: } \Delta Y_t = a + b_t + \gamma Y_{(t-1)} + u_t \quad (5.09)$$

Burada t zaman ya da genel eğilim değişkenidir. Eğer ut hata terimi ardışık bağımlı ise kullanılacak regresyon modeli;

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_{1t} + \gamma Y_{t-1} + \alpha \sum \Delta Y_{t-i} + u_t \quad (5.10)$$

Bu modelde DF sınaması uygulanırsa buna Genişletilmiş Dickley Fuller Testi (ADF) denilir (Gujarati, 2004: 817).

Birim kökün varlığının sınanması için iki hipotez kullanılmaktadır. Bunlar;

$H_0 : \gamma=0$ ($p=1$) (seride birim kök vardır.) (seri durağan değildir.)

$H_1: \gamma<0$ ($p<1$) (seride birim kök yoktur.) (seri durağandır.)

Bilgisayar paket programlarının hesapladığı t-istatistiği, τ -istatistiği ya da ADF test istatistiği adını alır. H_0 hipotezine ait karar için, ADF testinden elde edilen sonuç ile MacKinnon tarafından Monte Carlo simülasyonuna göre elde hesaplanan % 1, % 5 ve % 10 önemlilik düzeyini temsil eden MacKinnon Kritik Değerleri karşılaştırılır. ADF test istatistiğinin mutlak değerinin, MacKinnon kritik değerinden büyükse serinin durağan olduğuna, küçükse serinin durağan olmadığına ilgili önerinin, ilgili önemlilik düzeyinde karar verilir (Ertek, 1996: 187).

5.1.1.2. Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi

DF birim kök testi hata terimlerinin istatistikî olarak bağımsız olduklarını ve sabit varyansa sahip olduklarını varsayar. ADF testi, modele gecikmeli değerler ekleyerek DF testini otokorelasyon problemine karşı düzeltmiştir. Phillips-Perron (PP) birim kök testi ise hata teriminin zayıf derecede bağımlı olmasına ve heterojen olarak dağılmasına izin vermektedir (Enders, 2004: 229). Bu sayede otokorelasyon sorunu ortaya çıkmamaktadır.

Perron, yapısal kırılmanın varlığında standart birim kök testlerinin, birim kökün varlığını kabulü yönünde eğilimli olduğunu göstermiştir. Her iki test de, serinin durağan olduğu alternatif hipotezine karşın durağan olmadığı temel hipotezi test edilir. ADF testi serilerin otoregresif (AR) süreç tarafından yaratıldığı varsayımına dayanırken, PP testi genel otoregresif entegre hareketli ortalama (ARIMA) sürecine dayanmaktadır. PP testi özellikle küçük örnekler için daha güçlüdür.

Phillips ve Perron (1988) DF'nin hata terimleri ile ilgili varsayımını genişletmişlerdir.

Bu durumu daha iyi anlamak için şu regresyonlar dikkate alınır.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \mu_t \quad (5.11)$$

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 (t-T/2) + \mu_t \quad (5.12)$$

Burada “T” gözlem sayısını “μ” hata terimlerinin dağılımını göstermekte olup bu hata teriminin beklenen ortalaması sifıra eşittir. Fakat burada hata terimleri arasında içsel bağlantının (serial correlation) olmadığı veya homojenlik varsayımı gerekli değildir. Bu açıdan bakıldığında DF testinin bağımsızlık ve homojenlik varsayımları Phillips-Perron testinde terk edilmiş hata terimlerinin zayıf bağımlılığı ve heterojen dağılımı kabul edilmiştir. Böylece Phillips-Perron, DF t istatistiklerini geliştirmesinde hata terimlerinin varsayımları konusundaki sınırlamaları dikkate almamıştır.

Düşük mertebede hareketli ortalama yapısı seriyi etkileyerek seride birim kök olma durumunu ortaya koyuyorsa, PP testi bu durumu ortadan kaldırmaktadır. PP birim kök testi regresyon en küçük kareler yöntemi ile tahmin edildikten sonra ADF testindeki gecikmeli değerler yerine Eviews programı tarafından Newey-West (1987) tahmincisi yardımı ile düzeltilmektedir.

5.1.2. VAR Modeli

İktisadi değişkenler arasındaki ilişkiler, tek veya çok denklemden oluşan modeller ile açıklanabilmektedir. Tek denklemlilerde, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki, tek yönlü sebep sonuç ilişkisi olarak açıklanmaktadır. Değişkenlerden hangisinin sebep hangisinin sonuç olduğuna karar vermek her zaman kolay olmamaktadır. Bu sorun değişkenler arasında sebep sonuç ilişkisini karşılıklı olarak açıklayan, çok denklemlilerle çözülmeye çalışılmaktadır.

Tek denklemlerle açıklanabilecek ilişkiler için genel olarak ARIMA modelleri olarak adlandırılan zaman serisi modelleri kullanılmaktadır. Birden fazla denklemden oluşan zaman serisi modelleri için ise bu bölümde açıklamaya çalışacağımız içsel ve dışsal değişken ayırımı yapılmayan Vektör otoregresyon (VAR) modeli geliştirilmiştir. VAR modellerinin ortaya çıkış nedeni, yapısal denklem modellerinde var olan kısıtlamalardır (Gujarati, 2004: 848).

VAR yöntemi öncelikle makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmesinde ve rassal şokların değişkenler sistemine olan dinamik etkisinin incelenmesinde kullanılır. VAR modellerinin kullanıldığı alanlar; Granger nedensellik analizi, etki tepki analizi ve varyans ayrıştırma analizidir (Enders, 2004: 264). Nedensellik mekanizması üzerine kurulan VAR modelinin tahmin edilmesi neticesinde, elde edilen parametreleri yorumlamak yerine, sistemin tahmini ile elde edilen artıkların analizine geçilerek, geleceğe ilişkin yorumlar yapılabilir.

Sims, değişkenler arasında içsel-dışsal ayırımı yapmadan modelleme yapmak üzere VAR modelini geliştirmiştir. Bu model, Granger nedensellik testi modelini temel alır. Ancak, Granger testinde ilişkinin yönü ile ilgilenilirken, VAR modelinde ilişkinin yönü ile ilgilenilmez. Sims VAR modelini politik müdahalelerin sonuçlarını değerlendirme aracı olarak kullanmıştır. Bu müdahaleler öngörülerin tersine beklenmedik durumları ve etki tepki fonksiyonu çerçevesinde ortaya çıkan sonuçları içermektedir.

Bu doğrultuda Y ve X gibi iki değişken için basit bir VAR modeli, şu şekilde ifade edilmektedir;

$$Y_t = \alpha_{10} + \sum_{i=1}^p \alpha_{11i} Y_{t-i} + \sum_{i=1}^p \alpha_{12i} X_{t-i} + u_{1t} \quad (5.15)$$

$$X_t = \alpha_{20} + \sum_{i=1}^p \alpha_{21i} Y_{t-i} + \sum_{i=1}^p \alpha_{22i} X_{t-i} + u_{2t} \quad (5.16)$$

Buradaki modelde; p gecikmelerin uzunluğunu, u ise ortalaması sıfır, kendi gecikmeli değerleriyle olan kovaryansları sıfır ve varyansları sabit, normal dağılıma sahip, rassal hata terimlerini göstermektedir. Hata terimleri, modelin içsel ve dışsal olan tüm değişkenlerle ilişkisizdir. VAR modelinde ideal gecikme sayısı, Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criterion) veya Schwartz Kriteri (Schwartz Criterion)'ne göre tespit edilir. Seçilen kriteri minimum kılan gecikme sayısı, VAR modelinin ideal gecikmesi sayısı olarak alınır (Patterson, 2000:239). Modelin sağ tarafında, sadece içsel değişkenlerin gecikmeli değerleri yer aldığı için, eşanlılık sorunuyla karşılaşılmaz. Bu koşullar altında modeldeki her bir denklem klâsik en küçük kareler yöntemiyle öngörülebilir.

VAR modeli, kriz ekonomilerinde daha çok kullanılmaktadır. Amaç politik analizdir. Modelle, değişkenlerde meydana gelen şokların diğer değişkenlere etkisi ölçülür. Şoklarla ilgilenildiği için değişkenlerin durağanlık mertebelerinin eşit olması önem arz etmez. Şokların net görünmesi ve serinin kendi özelliklerinin bozulmaması için durağanlık sağlanırken, trendden arındırma (trend etkisini giderme) yapılmamasını söyleyenler de vardır ama teori durağan serilerin kullanılmasını gerektirmektedir. GOÜ'lerde trende dayalı yorumlar yapılır. Ama seri trendden arındırılmaz ise sahte regresyon problemi ile karşılaşılabilir. Bu nedenle durağanlık sağlanırken fark alma yöntemi tercih edilmelidir (Uçak, 2006: 139).

VAR modeli parametrelerinin doğrudan yorumu pek anlamlı olmamaktadır. Bağımsız değişken üzerindeki en etkili değişkenin belirlenmesi ve değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkilerin belirlenmesinde Granger nedensellik testi, hata terimlerine gelen bir birim standart sapma değerindeki bir şoka, içsel değişkenlerin gelecek dönemlerde verdiği tepkiyi ölçmek için etkiye tepki (impulse-response) analizi ve bir içsel değişkendeki değişimin hangi değişkenler tarafından sağlandığını araştırmak için değişim kaynağının ayrıştırımı (variance decomposition) analizleri yapılarak sonuçlar anlamlı hale getirilmelidir.

5.1.3. Granger Nedensellik Testi

Granger nedensellik testi, iki değişkenin arasında bir ilişkinin olup olmadığını, eğer varsa ilişkinin yönünü belirlemek için kullanılmaktadır. Granger nedensellik testi, modelde yer alan bağımsız değişkenlerin grup halinde sifıra eşit olup olmadığını test eder (Gujarati, 2004: 697).

X ve Y gibi iki değişken arasında nedensellik ilişkisi araştırılırken (5.13) ve (5.14) nolu denklemler oluşturulmuştur.

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k_1} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{k_2} \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (5.13)$$

$$X_t = \chi_0 + \sum_{i=1}^{k_3} \chi_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^{k_4} \delta_i Y_{t-i} + v_t \quad (5.14)$$

Hata teriminden önceki bağımlı değişkenin katsayısı (5.13) nolu denklemdeki β_i belirli bir anlamlılık düzeyinde sifırdan farklı bulunursa, X'in Y'nin nedeni olduğu sonucuna varılır. Aynı şekilde (5.14) nolu denklemde δ_i katsayısının belirli bir anlamlılık düzeyinde sifırdan farklı olması da Y'nin X'in nedeni olduğunun göstergesidir. Bu durumda Y ile X arasında karşılıklı bir nedensellik ilişkisi var demektir. Sadece (5.13) nolu denklemdeki β_i katsayıları sifırdan farklı ise X'den Y'ye doğru tek yönlü, sadece (5.14) nolu denklemde δ_i katsayıları sifırdan farklı ise Y'den X'e doğru tek yönlü nedensellik vardır. Hem β_i , hem de δ_i katsayılarının sifırdan farklı olmaması ise bu iki değişken arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi olmadığını göstergesidir (Karaca, 2003: 250).

Denklemlerde k_1 , k_2 , k_3 ve k_4 olarak gösterilen simgeler değişkenlerin gecikme uzunluklarını gösterir. Her değişken için en uygun gecikme uzunluğu Akaike ve Schwarz gibi bilgi kriterleri yardımıyla belirlenir.

5.1.4 Etkiye Tepki Fonksiyonları

VAR'ın hareketli ortalamalar bölümünden elde edilen etkiye tepki fonksiyonları, sistemde yer alan değişkenlerden birine bir birimlik şok uygulandığında diğer değişkenlerin bu değişime gösterdikleri tepkiyi verir.

Etkiye tepki fonksiyonları, rassal hata terimlerinden birindeki bir standart sapmalık şokun, içsel değişkenlerin şimdiki ve gelecekteki değerlerine olan etkisini yansıtır. Bir makro ekonomik büyüklüğün üzerinde en etkili değişkenin hangisi olduğu varyans ayrıştırması ile belirlenirken, etkili bulunan bu değişkenin politika aracı olarak kullanılabilir olup olmadığı ise, etkiye tepki fonksiyonları ile belirlenir (Sarı, 2008: 4). Etkiye tepki fonksiyonlarının kullanılması, değişkenlerden birinde meydana gelen bir standart hatalık şok karşısında her bir değişkenin gösterdiği dinamik tepkilerin izlenmesine olanak tanımaktadır. Bu sayede, ilgili değişken üzerinde en çok etki eden değişkenin politika aracı olarak kullanılıp kullanılmayacağını ortaya koyar.

5.1.5. Varyans Ayrıştırması

VAR modelinde değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkiler Granger nedensellik testi ile ortaya çıkarılırken, Granger nedensellik testi, bağımsız değişken üzerindeki en etkili değişkenin belirlenmesi ve değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkilerin belirlenmesinde yeterli olmamaktadır. Varyans ayrıştırması ya da değişim kaynağının ayrıştırımı vasıtasıyla, VAR analizinde, öngörü hatasının bir değişken üzerine en çok etki eden değişkenin hangisi olduğu belirlenebilmektedir. Öngörü hatalarının özelliklerinin bilinmesi, sistemde yer alan değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkilerin açığa çıkarılmasında önemli bir fayda sağlamaktadır.

Varyans ayrıştırması, her bir değişkenin öngörü hata varyansını diğer değişkenlerin her birine paylaştırarak şokların diğer değişkenler üzerindeki etkilerini oransal olarak ölçmede kullanılmaktadır. Varyans ayrıştırması analizi, diğer değişkenlerin varyanslarının birbirini nasıl etkilediğini göstermektedir. Varyans ayrıştırması analizi ile bir değişkendeki değişimin yüzde kaçının kendi, yüzde kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığı araştırılmaktadır (Tarı, 2005: 435). Bir değişkende meydana gelen

değişmelerin büyük bölümü kendisindeki şoklardan kaynaklanıyorsa, bu değişkenin dışsal olarak hareket ettiğini gösterir. Varyans ayrıştırması değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin derecesi konusunda da bilgi verir.

5.2. Modelin İşleyişi

Bu çalışmada, uluslararası sermaye hareketlerinin GOÜ'lerde makro ekonomik etkileri araştırılmaktadır. Bu amaçla öncelikle analiz yapılacak GOÜ'ler ve makro ekonomik değişkenler belirlenmiştir. Analiz yapılacak ülkeler belirlenirken, göz önünde bulundurulmuş ilk ölçüt, örneklemin GOÜ'lerin çeşitliliğini sağlaması ve seçilen zaman aralığı için makro ekonomik etkilerin kesintisiz gözlenebilecek ülkeler olmasıdır. Diğer bir etkili ölçüt ise, analizde kullanılacak sürekli değişkenlere ait serilerin elde edilebilirliğidir. Bu ölçütler göz önünde bulundurularak, 13 GOÜ (Arjantin, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Şili, Kolombiya, Macaristan, Kore, Meksika, Yeni Zelanda, Rusya, Güney Afrika, Tayland, Türkiye) ele alınmıştır.

Sermaye hareketleri ile ilişkilendirilebilecek makroekonomik göstergelerin tümünün incelenmesi bu tür bir çalışmanın kapsamını aşacağından, burada sermaye hareketlerinin özellikle temel finansal değişkenler üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu noktadan hareketle, sermaye hareketleri ile etkileşim içinde olduğu kabul edilen makroekonomik değişkenlerden; büyümenin göstergesi olarak gayri safi yurt içi hasıla (Y), fiyat istikrarsızlığın göstergesi olarak tüketici fiyatları endeksi (tüfe, P) kullanılmıştır. Daha çok değişkenin alınmamış olması çalışmayı kısıt altına sokmaktadır. Bu kısıt altında çalışmamızda hipotezler, seçilmiş makro ekonomik değişkenler ve seçilmiş GOÜ'lere göre sınırlanmış ve elde edilen sonuçlar bu kısıt altında yorumlanmıştır.

Ülkelerin verileri \$ bazındadır. Ancak değişkenlerin birliğini sağlamak amacıyla çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Örneğin enflasyon değerleri için satın alma gücü paritesine göre tüketici fiyatları endeksi değerleri ile milli gelirin fiyatlara göre değil, hacim değişkenlere göre hesaplanmış değerleri modelde kullanılmıştır. Ancak bazı ülkelerde (Brezilya gibi) GDP hacim endeksi bulunmadığından sanayi üretim endeksi verileri kullanılmıştır.

Veri seti olarak IMF veri dağıtım sisteminden yararlanılmış ve seçilen ülkelere ait 1990 1.çeyreği ile 2008 4. çeyreği arasındaki 3 aylık veriler kullanılmıştır. Araştırmada kullanılan veriler ve tanımları, Tablo 16’da verilmiştir. Sermaye hareketleri verileri, sermaye girişleri ve sermaye çıkışları sonucunda elde edilen bakiyeyi, kısaca net değeri yansıtmaktadır.

Tablo 16. Veri Tanımları ve Kaynakları

Ülkeler		
Tanımları	Açıklaması	
(01)	Arjantin	
(02)	Brezilya	
(03)	Çek Cumhuriyeti	
(04)	Şili	
(05)	Kolombiya	
(06)	Macaristan	
(07)	Kore	
(08)	Meksika	
(09)	Yeni Zelanda	
(10)	Rusya	
(11)	Güney Afrika	
(12)	Tayland	
(13)	Türkiye	
Makro Ekonomik Değişkenler		
Tanımları	Açıklaması	Kaynağı
Y	Real GDP (Reel GSYİH) Volume index of GDP(Gross domestic product)	IMF veri dağıtım sistemi
P	Fiyat Değişimleri (Tüketici Fiyatları Endeksine göre hesaplanmış değerler)	IMF veri dağıtım sistemi
CF	Ülkelerin Net Sermaye Hareketleri	IMF veri dağıtım sistemi

5.2.1. Değişkenler İçin Durağanlık Analizi

Zaman serilerinin analizi, bir değişken ya da değişkenler setinin zaman serisi verileri yardımıyla temel niteliksel özelliklerini ortaya çıkarmak ve buna bağlı olarak geleceğe yönelik sağlıklı öngörüler yapmak için kullanılır. Bu yöntem sürecinde öncelikle serilerin mevsimsellikten arındırılması ve durağanlık analizi yapılır. Bu süreçte serilerin durağanlık tipleri ve mertebeleri tespit edilmeye çalışılır.

Bu çalışmada E-views ekonometrik paket programı kullanılmıştır. Ampirik çalışmaya hazırlık amacıyla, milli gelir verileri mevsimsellikten arındırılmıştır. Zaman serileri kullanarak ekonometrik analiz yapılırken, regresyona giren bütün değişkenlerdeki düzenli mevsimsel hareketlerin belirlenmesi ve yok edilmesi katsayıların tahmin tamlığını artırmaktadır. Modelde yer alan verilerin mevsimsel düzeltme işlemi E-views programında Seasonal Adjustment-Tramo yöntemiyle

yapılmıştır. Bu program serilerin otokovaryans ve otokorelasyon değerlerini kullanarak mevsimsellikleri hesaplamaktadır. Burada, uygulanan yöntemin ayırıcı noktası, mevsimsellik değerlerinin zaman içinde değişebileceğini dikkate almasıdır.

Milli gelir, fiyat ve sermaye hareketleri serilerinin durağanlık tespiti Artırılmış Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi ile yapılmıştır. Serilerin düzeyde durağan olup olmadıkları uygun gecikme seviyesinde test edilmiş, durağan değilse farkları alınarak durağan hale getirilmiştir.

Tablo 17’de, milli gelir serisi için ADF testi sonuçları yer almaktadır. Bu tablodaki (***), (**) ve (*) işaretleri, sırasıyla %1, %5 ve %10 önemlilik düzeyinde serinin durağan olmadığına reddini, yani serilerin durağan olduğunun kabulünü ifade etmektedir. Tüm ülkeler için milli gelir serilerinin 1.derecen farkı durağandır. Bir başka ifadeyle logaritmik milli gelir serileri, düzeyde durağan değildir ama birinci sıra farkı alındığında durağan hale gelmektedir. Logaritmik bir serinin birinci sıra farkı alındığında, matematiksel olarak ilgili serinin büyüme oranları hesaplanmış olmaktadır.

Tablo 17. (GSYİH) ADF Birim Kök Sınaması Sonuçları

	SEVİYE	BİRİNCİ FARK
Arjantin	-1,4238 (0,8442) [1] c+t	-3,7367 ^{***} (0,0003) [0] c+t yok
Brezilya	-3,1143 (0,1110) [0] c+t	-6,3172 ^{***} (0,0000) [0] c+t yok
Çek Cum.	-2,0742 (0,5490) [0] c+t	-1,8100 [*] (0,0672) [7] c+t yok
Şili	-2,6945 (0,2421) [0] c+t	-2,7516 ^{***} (0,0066) [1] c+t yok
Kolombiya	3,3365 (0,9999) [0] c+t	-1,6559 [*] (0,0936) [1] c+t yok
Macaristan	2,7839 (1,0000) [1] c+t	-4,7425 ^{***} (0,0018) [0] c+t yok
Kore	-1,9799 (0,6024) [1] c+t	-6,9543 ^{***} (0,0000) [0] c+t yok
Meksika	-2,5626 (0,2983) [1] c+t	-7,3176 ^{***} (0,0000) [0] c+t yok
Y. Zelanda	-2,2350 (0,4634) [0] c+t	-3,4606 ^{***} (0,0008) [1] c+t yok
Rusya	-3,0463 (0,1297) [1] c+t	-2,6583 ^{***} (0,0088) [0] c+t yok
G. Afrika	-2,9554 (0,1518) [1] c+t	-2,3098 ^{**} (0,0172) [0] c+t yok
Tayland	-2,1109 (0,5295) [1] c+t	-4,0546 ^{***} (0,0001) [0] c+t yok
Türkiye	-2,7717 (0,2122) [0] c+t	-11,1386 ^{***} (0,0000) [0] c+t yok
* % 10 Anlamlılık seviyesi		
** % 5 Anlamlılık seviyesi		
*** % 1 Anlamlılık seviyesi		

Tablo 18’deki ADF birim kök test sonuçlarına göre Brezilya, Kolombiya, Macaristan ve Kore için fiyat serisinin doğrusal trend etrafında durağan; Arjantin, Çek Cumhuriyeti, Şili, Meksika, Yeni Zelanda, Rusya, Güney Afrika ve Tayland

için fiyat serisi 1.dereceden fark durağan, ve Türkiye için fiyat serisi 2.dereceden fark durağan olduğu görülmektedir. VAR analizlerinde kullanılacak fiyat değişkeninin hazırlanmasında Brezilya, Kolombiya, Macaristan ve Kore için fiyat serisi sabit ve doğrusal trendinden arındırılmıştır. Arjantin, Çek Cumhuriyeti, Şili, Meksika, Yeni Zelanda, Rusya, Güney Afrika ve Tayland için fiyat serisinin 1.dereceden farkı ve Türkiye için fiyat serisinin 2.dereceden farkı alınarak durağan hale getirilmiştir.

Tablo 18. (Fiyat) ADF Birim Kök Sınaması Sonuçları

	Seviye	Birinci Fark	İkinci Fark
Arjantin	-0,6545 (0,9719) [0] c+t	-5,9509*** (0,0000) [0] c+t yok	
Brezilya	-4,2863*** (0,0058) [2] c+t		
Çek Cum.	-2,6438 (0,2634) [2] c+t	-1,9303* (0,0518) [1] c+t yok	
Şili	-1,5139 (0,8151) [4] c+t	-2,2865** (0,0225) [3] c+t yok	
Kolombiya	-5,3375*** (0,0004) [6] c+t		
Macaristan	-3,5812** (0,0417) [5] c+t		
Kore	-3,5979** (0,0367) [0] c+t		
Meksika	-1,6681(0,4430) [3] c	-1,6796* (0,0878) [2] c+t yok	
Y. Zelanda	-1,4061 (0,8512) [1] c+t	-2,2502** (0,0245) [2] c+t yok	
Rusya	-2,2887 (0,1793) [2] c	-2,6962*** (0,0079) [0] c+t yok	
G. Afrika	-2,8222 (0,1942) [1] c+t	-2,3058*** (0,0033) [0] c+t yok	
Tayland	-2,0875 (0,5423) [1] c+t	-3,2334*** (0,0213) [0] c+t yok	
Türkiye	2,4539 (1,0000) [0] c+t	-1,1906 (0,2119) [1] c+t yok	-16,8099(0,0000)*** [1]c+t yok
* % 10 Anlamlılık seviyesi			
** % 5 Anlamlılık seviyesi			
*** % 1 Anlamlılık seviyesi			

Sermaye hareketlerinin ADF birim kök sınaması sonuçları Tablo 19'da sunulmaktadır. 13 ülkenin tamamında sermaye hareketleri serileri düzeyde durağandır.

Tablo 19. (Sermaye Hareketleri) ADF Birim Kök Sınaması Sonuçları

	Seviye	Birinci Fark
Arjantin	-4,4275 (0,0040) [0] c+t	
Brezilya	-4,5887 (0,0023) [0] c+t	
Çek Cum.	-7,5790 (0,0000) [0] c+t	
Şili	-4,1265 (0,0094) [6] c+t	
Kolombiya	-3,8976 (0,0199) [0] c+t	
Macaristan	-3,3220 (0,0734) [0] c+t	
Kore	-2,5671 (0,0108) [1] c+t yok	
Meksika	-3,1724 (0,0259) [5] c	
Y. Zelanda	-4,6374 (0,0026) [6] c+t	
Rusya	-7,1367 (0,0000) [0] c+t	
G. Afrika	-4,5609 (0,0024) [0] c+t	
Tayland	-2,5005 (0,0131) [1] c+t yok	
Türkiye	-4,5805 (0,0022) [0] c+t	
* % 10 Anlamlılık seviyesi		
** % 5 Anlamlılık seviyesi		
*** % 1 Anlamlılık seviyesi		

5.2.2. Değişkenler Arasında Granger Nedensellik Analizi

Serilerin durağanlık testinden sonra, seriler arasında nedensellik ilişkisinin varlığı araştırılmıştır. Eğer seriler arasında nedensellik yoksa regresyon analizinin sonuçları, istatistiksel olarak anlamlı olsa bile, iktisadi açıdan bir anlam ifade etmeyecektir. Ayrıca bir nedensellik ilişkisi mevcutsa, regresyon analizi için kurulacak modelde hangi serinin bağımlı değişken (sonuç) hangi serinin bağımsız değişken (neden) olarak yer alacağına karar vermek için de nedenselliğin yönünün tespit edilmesi gerekmektedir. Uygulamalı ekonometrik çalışmalarda, zaman serileri arasındaki nedensellik ilişkilerinin tespit edilmesi için en sık kullanılan yöntem Granger (1969) tarafından geliştirilen nedensellik analizidir.

Sermaye hareketlerinin GOÜ'ler üzerindeki etkileri, Granger Nedensellik Testi sonuçları ve VAR modeli kapsamında elde edilen etkiye tepki fonksiyonları ile değişim kaynağının ayrıştırımı teknikleri aracılığıyla incelenmiştir.

GOÜ'lere yönelik SH, yurtiçi reel faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişkiden yani arbitrajdan, GOÜ'in cari işlemler açıkları, döviz kuru rejimleri, hisse senedi borsaları getirileri ve canlı iç talepten kaynaklanan yüksek karlı üretim fırsatları, enflasyon gibi ölçülebilen değişkenlerden etkilenir. Bu değişkenler dışında ölçülemeyen; politik istikrar, teknolojik gelişme, ekonomik etkinlik ve hukuki düzenlemelerden de etkilenmektedir. Bu hususlar göz önünde bulundurulmakla birlikte çalışmamızda enflasyon (E) ve büyüme (G) ile SH arasındaki nedensellik ilişkileri incelenmiştir.

5.2.2.1. Büyüme ve Sermaye Hareketleri Arasında Granger Nedensellik Analizi

Literatüre baktığımızda, Neo Klasik McKinnon-Shaw hipotezi finansal olarak dışa açılan GOÜ'lerin ekonomide finansal araç çeşitliliğini, tasarruf ve yatırımları artırarak ekonomik büyümeyi artırıcı katkıda bulunacağını savunur. Temelini ödünç verilebilir fonlar teorisinden alan yaklaşımla, finansal serbestleşmeyle birlikte sermayenin görece bol ama getirisinin az olduğu yerden yani gelişmiş ülkelere, sermayenin kıt fakat getirisinin yüksek olduğu alanlara yani GOÜ'lere akar. Böylece iç tasarrufları yetersiz ülkelere büyüme için kaynak sağlanmış olacaktır (Atamtürk,

2007: 76). Bu yabancı sermaye ile büyüme arasındaki nedenselliği güçlendirmektedir. Ancak yapılan analizlerde daha güçlü bir nedensellik yerine zayıf bir nedensellik elde edilmesi, GOÜ'lere giriş yapan sermayenin spekülâtif nitelikte olduğunu ve gelen sermayenin üretken alanlara yönlendirilemediğinin bir göstergesi olarak karşımıza çıkmaktadır.

1990-2008 yılları arasındaki üç aylık verilere göre sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme arasında yapılan nedensellik testi sonuçları Tablo 20'de sunulmuştur. Çalışmamızda Schwarz bilgi kriteri kullanılarak en uygun gecikme sayıları bulunmuştur.

İncelenen dönemler arasında, Arjantin, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Şili, Kolombiya, Macaristan, Meksika, Yeni Zelanda, Rusya ve Türkiye'de uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye neden olduğunu söylemek mümkün değildir. Sermaye türleri açısından ilgili ülkelere ağırlıklı kısa vadeli portföy yatırımlarının ağırlıklı olduğu görülmektedir. Yüksek ulusal faizler, özel kesimin elindeki yatırılabılır fonların reel yatırımlar yerine spekülâtif faaliyetlere yönelmesine yol açabilir ve sonuç reel büyüme yerine "rant ekonomisi" oluşabilir. Milli gelirin yüksek faizler aracılığıyla düşük tasarruf eğilimi olan rantkiye kesimi lehine yeniden dağılımı toplam tasarrufları düşüreceğinden ekonomik büyüme gerçekleşmeyecektir.

Kore ve Tayland'da % 1 anlamlılık seviyesinde sermaye hareketlerinden büyüme oranına, Güney Afrika'da % 5 anlamlılık seviyesinde büyüme oranından sermaye hareketlerine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi mevcuttur. GOÜ'lere düşük miktarlarda giren SH, büyüme üzerinde güçlü bir etki bırakmamaktadır.

Tablo 20. Sermaye Hareketleri- Büyüme Arasındaki Nedensellik Örneklem: 1990:01-2008:04

Ülkeler	Nedenselliğin Yönü	Wald(χ^2) Testi	Olasılık
Arjantin	CF→G	0,007571 [1]	0,9307
	G→CF	0,224695 [1]	0,6355
Brezilya	CF→G	0,466890 [1]	0,4944
	G→CF	0,604845 [1]	0,4367
Çek Cum.	CF→G	0,110135 [1]	0,7400
	G→CF	0,277007 [1]	0,5987
Şili	CF→G	1,184746 [1]	0,7187
	G→CF	1,29727 [1]	0,2764
Kolombiya	CF→G	1,420845 [1]	0,5165
	G→CF	0,262014 [1]	0,6087
Macaristan	CF→G	0,116431 [1]	0,7329
	G→CF	0,606649 [1]	0,4361
Kore	CF→G	29,10819 [1]	0,0000***
	G→CF	0,521492 [1]	0,4702
Meksika	CF→G	0,199876 [1]	0,6548
	G→CF	0,166919 [1]	0,6829
Y.Zellanda	CF→G	0,388158 [1]	0,5333
	G→CF	1,136191 [1]	0,2432
Rusya	CF→G	0,677257 [1]	0,4105
	G→CF	0,006743 [1]	0,9346
G. Afrika	CF→G	0,178440 [1]	0,6727
	G→CF	5,005735 [1]	0,0253**
Tayland	CF→G	24,44487 [3]	0,0000***
	G→CF	4,009752 [3]	0,2509
Türkiye	CF→G	0,000176 [1]	0,9894
	G→CF	0,807792 [1]	0,3688
* % 10 Anlamlılık seviyesi ** % 5 Anlamlılık seviyesi *** % 1 Anlamlılık seviyesi			

5.2.2.2. Enflasyon ve Sermaye Hareketleri Arasında Granger Nedensellik Analizi

Fiyatlar genel seviyesinin üzerindeki enflasyonist baskının oluşmasında piyasadaki likiditenin ve döviz rezervlerindeki değişmelerin etkisi bulunmaktadır. Enflasyon, genel bir tanımlamayla bir ülkedeki fiyatlar genel seviyesinin sürekli bir artış göstermesidir. Enflasyon, izlenilen para ve maliye politikalarının bir sonucudur ve bu süreçte ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ekonominin genel dengesi ve dolayısıyla enflasyonist baskıları etkilemektedir.

GOÜ'lerde enflasyon artışı, başta tüketici olmak üzere büyük küçük tüm yatırımcılarda güven kaybına yol açmaktadır. Bu durumda ülkeye girmesi beklenen ya da ülke içinde bulunan yabancı yatırımlar yön değiştirir ve daha güvenilir bir ekonomiye kayar. Bu durum ulusal ekonomilerin başlıca makro ekonomik değişkenlerini etkileyerek piyasalarda bir istikrarsızlığa yol açabilmektedir. Seçilmiş ülkelerde 1990-2008 yılları arasında üçer aylık verilerle SH ve fiyat istikrarı arasında nedensellik ilişkisi araştırılmıştır.

Tablo 21'de görüldüğü gibi Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Meksika, Rusya ve Türkiye'de sermaye hareketleri ile enflasyon arasında nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. Arjantin, Kore ve Tayland'da sermaye hareketlerinden enflasyon oranına doğru, Şili, Kolombiya, Yeni Zelanda ve Güney Amerika'da enflasyon oranından sermaye hareketlerine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi mevcuttur.

Esen'in (2008) kısa vadeli sermaye hareketleri ile kısa başlıca iktisadi değişkenler arasındaki ilişkileri ele aldığı çalışmasında, Türkiye'de 1980-2007 dönemi verileri incelenmiş, KVSH ile enflasyon arasındaki ilişkinin ters yönlü olduğu sonucuna varılmıştır. Türkiye piyasasına giren KVS, ülkede yaratmış olduğu sıcak para etkisi ile enflasyon oranlarının artmasına sebep olmuştur. Sermaye girişlerinin yatırımları finanse etmek için ek bir kaynak oluşturmak yerine iç talebi artırarak enflasyon oranının yükselmesine neden olduğu sonucuna varılmıştır.

Tablo 21. Sermaye Hareketleri- Enflasyon Arasındaki Nedensellik Örneklem: 1990:01-2008:04

Ülkeler	Nedenselliğin Yönü	Wald(χ^2) Testi	Olasılık
Arjantin	CF→E	4,986842 [1]	0,0255**
	E→CF	0,740984 [1]	0,3893
Brezilya	CF→E	0,937579 [2]	0,6258
	E→CF	0,718112 [2]	0,6983
Çek Cum.	CF→E	0,220292 [1]	0,6388
	E→CF	0,056109 [1]	0,8128
Şili	CF→E	6,961134 [4]	0,1380
	E→CF	11,98871 [4]	0,0174**
Kolombiya	CF→E	2,405283 [4]	0,6617
	E→CF	13,81802 [4]	0,0090***
Macaristan	CF→E	4,786047 [4]	0,3100
	E→CF	6,581023 [4]	0,1598
Kore	CF→E	10,41551 [1]	0,0012***
	E→CF	0,642404 [1]	0,4228
Meksika	CF→E	0,753330 [1]	0,3854
	E→CF	0,857042 [1]	0,3546
Y.Zellanda	CF→E	0,155576 [1]	0,6933
	E→CF	6,175008 [1]	0.0130*
Rusya	CF→E	1,116406 [1]	0,2907
	E→CF	0,288685 [1]	0,5911
G. Afrika	CF→E	0,124147 [1]	0,7246
	E→CF	2,798466 [1]	0,0944*
Tayland	CF→E	4,248911 [1]	0,0393**
	E→CF	0,417852 [1]	0,5180
Türkiye	CF→E	0,360404 [1]	0,5483
	E→CF	1,833994 [1]	0,1757
* % 10 Anlamlılık seviyesi ** % 5 Anlamlılık seviyesi *** % 1 Anlamlılık seviyesi			

5.2.2.3. Etkiye Tepki Analizi Sonuçları

Etkiye tepki analizi sonucunda değişkenlere uygulanan bir birimlik standart sapma değerindeki şoklar karşısında diğer değişkenlerin tepkileri grafikler yardımıyla analiz edilmeye çalışılmıştır.

Grafiklerdeki kesikli çizgiler 1 standart sapmalık güven sınırlarını, düz çizgiler nokta tahminlerini, yatay eksen ise dönem sayısını göstermektedir. 13 ülkede SH, ekonomik büyüme (G) ve enflasyon (E) değişkenlerin hata terimlerine gelen bir birimlik standart sapma değerindeki şoklara verdiği tepkiler, ek-1'deki (sayfa100) grafiklerde gösterilmiştir.

Arjantin'de sermaye hareketi değişkenine verilen şoka, büyüme değişkeni birinci dönemden üçüncü döneme kadar çok az negatif bir tepki göstermiş, sonra tepki göstermemiştir. Enflasyon değişkeni ise sermaye hareketi değişkeninden gelen şoka düşük miktarda ve negatif yönde tepki vermektedir. Enflasyon değişkeni, hata terimlerine gelen şoklardan kalıcı olarak etkilenmemekte ve uzun dönem dengesine hızlıca dönüş yapmaktadır.

Brezilya'da büyüme değişkeninin sermaye hareketinden gelen şoka gösterdiği tepki, ilk dönemde düşük miktarda ve pozitif yöndedir. Ancak ikinci dönemde azalmaya başlamış ve dengeye gelmiştir. Enflasyon değişkeni sermaye hareketi değişkeninden gelen şoka düşük miktarda ve negatif yönde azalan tepki vermektedir.

Çek Cumhuriyeti ve Rusya'da büyüme ve enflasyon değişkenlerinin sermaye hareketinden gelen şoka tepkisi negatif yönde ancak düşük miktardadır. Üçüncü dönemde dengeye gelmektedir.

Şili'de ve Kolombiya'da büyüme değişkeninin sermaye hareketi değişkeninden gelen şoka negatif yönlü önce artan sonraya dengeye gelen düşük miktarda tepkisi vardır. Ayrıca her iki ülkede, enflasyon değişkeninin sermaye hareketi değişkeninden gelen şoka negatif yönde dalgalanmaları içeren düşük miktarlarda tepkisi olmaktadır.

Macaristan'da büyüme değişkeninin sermaye hareketi değişkeninden gelen şoka negatif yönlü düşük miktarda tepki verdiği, enflasyon değişkeninin ise negatif yönde önce artan miktarda sonra dengeye yönelik yüksek tepki vermiştir.

Kore ve Meksika'da sermaye hareketi değişkenine verilen şoka, büyüme değişkeni birinci dönemden on ikinci döneme kadar pozitif yönde gittikçe azalan ve

sonra dengeye gelen yüksek tepki göstermiştir. Enflasyon değişkeni ise sermaye hareketi değişkeninden gelen şoka daha düşük miktarda ve negatif yönde önce artan sonra azalan miktarda tepki göstermiştir.

Yeni Zelanda'da sermaye hareketi değişkenine verilen şoka, büyüme değişkeni birinci dönemden ikinci döneme kadar çok az negatif bir tepki göstermiş, sonra dengeye gelmiştir. Enflasyon değişkeni ise pozitif yönde önce artan sonra azalan bir tepki göstermiş ve beşinci dönemden sonra dengeye gelmiştir.

Güney Afrika'da sermaye hareketi değişkenine verilen şoka, büyüme değişkeni birinci dönemden on ikinci döneme kadar pozitif yönde gittikçe azalan ve sonra dengeye gelen düşük düzeyde tepki göstermiştir. Enflasyon değişkeni ise sermaye hareketi değişkeninden gelen şoka negatif yönde önce artan sonra azalan miktarda ve on ikinci dönemde dengeye gelen tepki göstermiştir.

Tayland'da sermaye hareketi değişkenine verilen şoka, büyüme değişkeni önce pozitif yönde artan, dördüncü dönemden itibaren dalgalanan ve on altıncı dönemden itibaren dengeye gelen tepki vermektedir. Enflasyon değişkeni ise pozitif yönde önce artan sonra azalarak dengeye gelen tepki göstermektedir.

Türkiye'de büyüme değişkeninin sermaye hareketi değişkeninden gelen şoka tepki vermediği, enflasyon değişkeninin ise negatif yönde önce artan düşük miktarda sonra dengeye gelen bir tepki verdiği görülmektedir.

5.2.2.4. Varyans Ayrıştırması Analizi Sonuçları

Varyans ayrıştırması, teorik bölümde de belirttiğimiz gibi, değişkenlerde meydana gelecek bir değişimin yüzde kaçının kendisinden, yüzde kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığını gösterir. Bir değişkende meydana gelen değişmelerin büyük bölümü kendisindeki şoklardan kaynaklanıyorsa, bu değişkenin dışsal olarak hareket ettiğini gösterir. Modelde GOÜ'lerdeki sermaye hareketlerinin büyüme ve enflasyon üzerindeki etkileri araştırılmaktadır.

13 ülke için yapılan analizde, modelimizde kullandığımız değişkenlere ait 20 dönemlik varyans ayrıştırması sonuçlarının grafikleri ek-2’de (sayfa 105) gösterilmiştir.

Büyüme değişkeninde meydana gelen bir değişimin toplam 20 dönem sonunda, Arjantin, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Şili, Kolombiya, Macaristan, Meksika, Yeni Zelanda, Rusya, Güney Afrika ve Türkiye’deki değişimin tamamına yakını kendisinden, %0-1’i SH tarafından açıklanmaktadır. Bu sonuç, GOÜ’lere düşük miktarlarda giren sermaye hareketinin, büyüme üzerinde çok güçlü bir etki bırakmadığını gösterir. Bu durum GOÜ’lerdeki sermaye hareketlerinin spekülatif ve kısa vadeli olmasından ayrıca verimli alanlara yönlendirilememesinden kaynaklandığı söylenebilir.

Kore’de büyümedeki değişimin %45’i sermaye hareketlerinden ve %55’i kendisinden kaynaklanmaktadır. İncelediğimiz dönemde yoğun sermaye girişleri Kore’de büyüme üzerinde etkili olduğunu göstermektedir.

Tayland’da ise büyümedeki değişimin % 76’ı kendisinden, % 24’ü sermaye hareketinden kaynaklanmaktadır.

GOÜ’lerde sermaye hareketi ve enflasyon arasında yapılan varyans ayrıştırma testine göre; Çek Cumhuriyeti, Kolombiya, Meksika, Yeni Zelanda, Rusya ve Güney Amerika’da enflasyon değişkenindeki değişimin tamamına yakını kendisinden, % 0-1’i sermaye hareketi tarafından açıklanmaktadır.

Arjantin ve Tayland’da enflasyondaki değişimin % 10’u sermaye hareketinden ve % 90’ı kendisinden kaynaklanmaktadır. Brezilya’da enflasyondaki değişimin % 4’ü sermaye hareketinden ve % 96’sı kendisinden kaynaklanmaktadır. Şili ve Türkiye’de % 20’si sermaye hareketinden ve % 80’i kendisinden kaynaklanmaktadır. Macaristan’da % 40’ı sermaye hareketinden ve % 60’ı kendisinden kaynaklanmaktadır. Kore’de ise enflasyondaki değişimin % 60’ı sermaye hareketinden ve % 40’ı kendisinden kaynaklanmaktadır.

Bu sonuçlara göre, GOÜ'lerin çoğunda enflasyondaki değişimde sermaye hareketinin etkisi söz konusu değildir. Ancak ülkelere giren yoğun sermaye hareketleri, GOÜ'lerde enflasyon değişikliklerine yol açmada etkilidir.

Tablo 22. Sermaye Hareketleri ve Makro Ekonomik Değişkenler

Ülkeler	Nedenselliğin Yönü	Wald(χ^2) Testi	Olasılık	Nedenselliğin Yönü	Wald(χ^2) Testi	Olasılık
Arjantin	CF→G	0,007571 [1]	0,9307	CF→E	4,986842 [1]	0,0255**
	G→CF	0,224695 [1]	0,6355	E→CF	0,740984 [1]	0,3893
Brezilya	CF→G	0,466890 [1]	0,4944	CF→E	0,937579 [2]	0,6258
	G→CF	0,604845 [1]	0,4367	E→CF	0,718112 [2]	0,6983
Çek Cum.	CF→G	0,110135 [1]	0,7400	CF→E	0,220292 [1]	0,6388
	G→CF	0,277007 [1]	0,5987	E→CF	0,056109 [1]	0,8128
Şili	CF→G	1,184746 [1]	0,7187	CF→E	6,961134 [4]	0,1380
	G→CF	1,29727 [1]	0,2764	E→CF	11,98871 [4]	0,0174**
Kolombiya	CF→G	1,420845 [1]	0,5165	CF→E	2,405283 [4]	0,6617
	G→CF	0,262014 [1]	0,6087	E→CF	13,81802 [4]	0,0090***
Macaristan	CF→G	0,116431 [1]	0,7329	CF→E	4,786047 [4]	0,3100
	G→CF	0,606649 [1]	0,4361	E→CF	6,581023 [4]	0,1598
Kore	CF→G	29,10819 [1]	0,0000***	CF→E	10,41551 [1]	0,0012***
	G→CF	0,521492 [1]	0,4702	E→CF	0,642404 [1]	0,4228
Meksika	CF→G	0,199876 [1]	0,6548	CF→E	0,753330 [1]	0,3854
	G→CF	0,166919 [1]	0,6829	E→CF	0,857042 [1]	0,3546
Y.Zellanda	CF→G	0,388158 [1]	0,5333	CF→E	0,155576 [1]	0,6933
	G→CF	1,136191 [1]	0,2432	E→CF	6,175008 [1]	0,0130*
Rusya	CF→G	0,677257 [1]	0,4105	CF→E	1,116406 [1]	0,2907
	G→CF	0,006743 [1]	0,9346	E→CF	0,288685 [1]	0,5911
G. Afrika	CF→G	0,178440 [1]	0,6727	CF→E	0,124147 [1]	0,7246
	G→CF	5,005735 [1]	0,0253**	E→CF	2,798466 [1]	0,0944*
Tayland	CF→G	24,44487 [3]	0,0000***	CF→E	4,248911 [1]	0,0393**
	G→CF	4,009752 [3]	0,2509	E→CF	0,417852 [1]	0,5180
Türkiye	CF→G	0,000176 [1]	0,9894	CF→E	0,360404 [1]	0,5483
	G→CF	0,807792 [1]	0,3688	E→CF	1,833994 [1]	0,1757

* % 10 Anlamlılık seviyesi
** % 5 Anlamlılık seviyesi
*** % 1 Anlamlılık seviyesi

SONUÇ VE ÖNERİLER

Finansal serbestleşme ve uluslararası sermaye hareketliliği özellikle 1980'li yıllardan sonra oldukça sık kullanılan kavramlar olarak karşımıza çıkmışlardır. Ancak bu kavramın temelleri, 15. ve 16. yüzyılda gerçekleştirilen coğrafi keşiflere dayanmaktadır. O dönemde özellikle İngiltere, yeni keşfettiği pek çok yeri sömürgeleştirerek bu ülkelerden hammadde sağlamış ayrıca ürettiği fazla malları bu yeni pazarlara satma olanağı yaratmıştır. Daha sonra buhar makinesinin icadı ile yaşanan sanayileşme devrimi, teknolojik gelişmeler ve çok uluslu şirketlerin yaygınlaşması durdurulamaz bir küreselleşmeyi beraberinde getirmiştir.

Bu araştırmada GOÜ'lere yönelik sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimi, nedenleri ve etkileri incelenmiştir. Araştırma beş bölüm ve ekonometrik modelin grafiklerinin yer aldığı bir ekten oluşmaktadır. İlk dört bölümde sermaye hareketlerinin dünya ekonomilerinde ve GOÜ'lerdeki gelişimi ele alınmış, beşinci bölümde ise sermaye hareketlerinin GOÜ'lerde seçilen makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin sınanmasına yönelik yapılan ekonometrik uygulamalar değerlendirilmiştir.

1990'ların başında sanayileşmiş ülkelerdeki durgunluk nedeniyle, uluslararası yatırımcılar, yatırımları için yeni piyasalar aramaya başlamıştır. Ellerindeki fon miktarı çok yüksek boyutlara ulaşan gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar, tasarrufları yetersiz, sermaye ihtiyacı yüksek GOÜ'lerde yatırım yapmaya başlamışlardır. Tüm bunlar sonucunda, 1990'larla birlikte Latin Amerika, Güneydoğu Asya'daki ülkeler başta olmak üzere, birçok GOÜ yoğun bir şekilde sermaye hareketleriyle karşı karşıya kalmışlardır. Yoğun sermaye girişlerinin yaşandığı ülkelerde sosyo-ekonomik yapı söz konusu hareketlilikten çok yönlü etkilenmektedir. Sermaye girişleri, yatırım harcamalarını artırabildiği ölçüde ekonomik büyümeye katkı yaparken tüketim harcamalarını ve dolayısıyla iç talebi artırdığı ölçüde de enflasyon ve cari açıklar üzerinde baskılar yaratabilmektedir. Ancak GOÜ'lerde uluslararası piyasalara açılan ekonomiler gittikçe daha kırılgan olmakta ve istikrarsızlıklardan da etkilenmektedirler.

GOÜ'lerde yüksek düzeydeki kamu kesimi borçlanma gereksinimi ve kamu kesimi finansman açıkları kamu borçlanması ve faiz oranları üzerinde büyük baskılar yaratarak makro ekonomik dengeleri bozmakta ve maliye politikalarının etkinliğini zayıflatmaktadır. Sermaye girişleri kamu açıklarının ve büyümenin finansmanında sorunlar yaşayan söz konusu ülkeler için son derece önemli bir kaynak olarak ortaya çıkmaktadır.

GOÜ'lerde sermaye hareketlerinin 1990-2008 yılları arasında ekonomik göstergeler üzerinde yaptıkları etkilerin dönemlere ve ülkelere göre farklılık göstermesi, hükümetlerin uyguladığı farklı ekonomi politikalarından ve ülkelere giren farklı sermaye türlerinden kaynaklanmaktadır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonrasında, GOÜ'lere giriş yapan yabancı sermayenin önemli bir bölümünün, büyük ölçüde kısa vadeli ve üretime dönük olmayan mali araçları kullanarak, kısa sürede yüksek oranlı kar amaçlaması, sermaye hareketlerinin reel sektörü geliştirici ve verimliliği arttırıcı olumlu etkilerinin, GOÜ'lerde çok fazla yaşanmamasına yol açmıştır. Bu nedenle, GOÜ'lerin uluslararası sermaye hareketleri karşısında uygulayacakları politikaların saptanmasında, bu tür sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerine etkilerin net olarak belirlenmesi büyük önem taşımaktadır.

Bu çalışmada, GOÜ'lerde uluslararası sermaye hareketlerinin seçilmiş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Araştırmada ekonometik modelleme yapılırken VAR (vektör otoregresyon) analizi ve Granger nedensellik testinden yararlanılmıştır. Değişkenlerin durağanlık derecelerini belirlemek amacıyla yapılan birim kök testleri sonucunda, değişkenlerin birinci farklarında durağan oldukları saptandığından VAR yaklaşımının tercih edilmiştir.

Analiz yapılacak ülkeler belirlenirken, göz önünde bulundurulmuş ilk faktör, örneklemin GOÜ'lerin çeşitliliğini sağlaması ve seçilen zaman aralığı için makro ekonomik etkilerin kesintisiz gözlenebilecek ülkeler olmasıdır. Diğer bir etkili faktör ise, analizde kullanılacak sürekli değişkenlere ait serilerin elde edilebilirliğidir. Bu faktörler göz önünde bulundurularak, 13 GOÜ (Arjantin, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Şili, Kolombiya, Macaristan, Kore, Meksika, Yeni Zelanda, Rusya, Güney Afrika, Tayland, Türkiye) ele alınmıştır. Sermaye hareketleri ile ilişkilendirilebilecek makroekonomik göstergelerin tümünün incelenmesi bu tür bir çalışmanın kapsamını

aşacağından, burada sermaye hareketlerinin özellikle temel finansal değişkenler üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu noktadan hareketle, sermaye hareketleri ile etkileşim içinde olduğu kabul edilen makroekonomik değişkenlerden; büyüme ve enflasyon araştırmada konu edinilmiştir.

Yapılan nedensellik testine göre GOÜ'lerin çoğunda, uluslararası sermaye hareketlerinin büyümeyle olumlu ve kalıcı etkilediğini, dolayısıyla yaşam standardını yükseltmede olumlu etkilere sahip olduğunu söylemek mümkün değildir. Kore ve Tayland'da sermaye hareketlerinden büyüme oranına, Güney Afrika'da büyüme oranından sermaye hareketlerine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Sermaye hareketi ile büyüme arasında yapılan VAR analizi kapsamında elde edilen etkiye tepki ve varyans ayrıştırma fonksiyonlarına göre GOÜ'lere düşük miktarlarda giren sermaye hareketinin, büyüme üzerinde çok güçlü bir etki bırakmadığını görülmektedir. Bu durum GOÜ'lerdeki sermaye hareketlerinin spekülasyon ve kısa vadeli olmasından ayrıca verimli alanlara yönlendirilmediğinden kaynaklandığını doğrulamaktadır. Bu durum uluslararası sermaye hareketlerinin önünü açmak için yapılan her serbestleşme hareketi, küresel finans sermayesinin büyümesini sağlarken, söz konusu ülkelerin sürdürülebilir bir büyüme sürecine girmesini sağlayamadığını göstermektedir.

Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Meksika, Rusya ve Türkiye'de sermaye hareketleri ile enflasyon arasında nedensellik ilişkisine rastlanmazken, Arjantin, Kore ve Tayland'da sermaye hareketlerinden enflasyon oranına doğru, Şili, Kolombiya, Yeni Zelanda ve Güney Afrika'da enflasyon oranından sermaye hareketlerine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir.

VAR analizi kapsamında elde edilen etkiye-tepki fonksiyonlarına göre enflasyon oranı sermaye hareketleri nedeniyle uzun dönem dengesinden küçük miktarlarda bir sapma göstermektedir. GOÜ'lerin çoğunda, SH'den gelen şoka, GSYİH'nin negatif yönde tepki vermesi, GOÜ'lerde sermaye hareketlerinin GSYİH üzerinde negatif yönde ancak çok küçük bir etkisi olduğunu göstermektedir.

Genel anlamda elde edilen bulgular göstermektedir ki, GOÜ'lerde anlamlı bir ekonomik büyüme, sabit sermaye yatırımlarının ve net ihracatın GSYİH artışına daha

büyük ölçüde katkı yapması ile mümkün olabilir. Bunun için yapısal rekabet gücünü arttıracak şekilde dışa açık sektörlerin yatırım oranlarının artırılması gerekmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanan büyüme ivmesinin devamlılığının sağlanması daha zor olduğundan, devamlılığı gerektiren doğrudan yatırımların ülkelere girmesi için yasal düzenlemelerin ve ekonomik istikrarın sağlanması yerinde olacaktır. GOÜ'lere yönelik doğrudan yatırımların miktarını artırmak için öncelikle siyasal ve sosyal istikrarın sağlanmasına, enflasyonun kalıcı olarak düşürülmesine, kamu kesimi reformunun yapılmasına, bütçe açıklarının azaltılarak kamu borçlanma gereğinin azaltılmasına, devletin küçültülerek etkin hale getirilmesine gerek vardır.

KAYNAKLAR

- ACARAVCI, Ali, (2000), *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri (1986-1998)*, Yayınlanmamış YL Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Adana.
- AÇIKGÖZ, Ersin, (2006), *Uluslararası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi: Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış YL Tezi, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Zonguldak.
- AKDİŞ, Muhammet, (2004), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi”, *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Yıl:6, Sayı:36, s.36-48.
- AKYÜZ, Yılmaz ve Boratav, Korkut, (2002), “Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 197, Ağustos, s.20-23.
- ALKİN, Erdoğan, (2005), “Büyüme-İstikrar-Yabancı Sermaye İlişkisi”, TC Merkez Bankası, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar> (Erişim Tarihi: 12.07.2009).
- ALPER, Emre ve Aruoba, S. Borağan, (2001), “Makroekonomik Verilerin Mevsimsellikten Arındırılması: Türkiye’deki Uygulamalı Araştırmacılara Dikkat Notu”, *IMKB Dergisi*, Yıl.5, Sayı 18.
- ALTINKEMER, Melike, (1995) “Capital Flows: The Turkish Case, The Central Bank of The Republic of Turkey” *Research Department Discussion Paper* No: 9601, s.1-23.
- ARSLAN, Hakan, (2008), “Asya Krizi, Rusya Krizi ve Türkiye”, *Mülkiyeliler Birliği Dergisi*, Cilt 23, Sayı 214, s.122-128.

ATAMTÜRK, Burak, (2007), “Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt XXIII, Sayı 2, s.75-89.

AYSU, Gökçe, (2003), “Türkiye’de Bankacılık Krizi”,
<http://www.buik.boun.edu.tr/subcommittee/ekonomik/showarticle.asp?Aid=1>
 (Erişim Tarihi:15.01.2009).

AYTEMİZ, Hüseyin, (2007), *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik İstikrara Etkileri ve Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, İstanbul.

AYVAZ, Yüksel, Baldemir, Ercan ve Ürüt, Serap, (2006), “Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik ve Kalkınmaya Etkilerinin Ekonometrik İncelemesi”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Cilt:13, Sayı:1, Celal Bayar Üniversitesi, İİBF, Manisa, s.177-186.

BERKSOY, Taner ve Saltoğlu, Burak, (1998), *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul Ticaret Odası, Yayın no:1998-58.

BORATAV, Korkut, (2001), “2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 186, Eylül, s.7-17.

CALVO, Guillermo A.; Leiderman, Leonardo and Reinhart Carmen M. (1993) “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects”, *Inter-American Development Bank Working Paper, No.302*.

CANDAN, Ekrem, (2007), “Dünya Bankası Kredilerine ilişkin Genel Esaslar, Proje Kredilerinin Özellikleri, Avantajları ve Dezavantajları”, *Sayıştay Dergisi*, Sayı 58, s.41-65.

CHANG, Ha-Joon ve Grabel, Ilene, (2005), *Kalkınma Yeniden*, (Çev., Emre Özçelik), Ankara: İmge Kitabevi.

- ÇİHAN, Ömer, (2005), *Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri*, TCMB, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi, Ankara.
- ÇAPRAZ, İlkay ve Demircioğlu, İpek, (2003), Türkiye'den Yurtdışına Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türk Yatırımcıları, *İstanbul Ticaret Odası Yayınları*, İstanbul.
- ÇETİNKAYA, Murat, (2002), "Türkiye Ekonomisinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörel Dağılımının Önemi", Selçuk Üniversitesi, Konya.
http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos_mak/makaleler/Murat
(Erişim Tarihi: 20.06.2009).
- DEVİRİM, Fevzi ve Altay, Asuman, (1997), "Küreselleşme Sürecinde GOÜ.lerde Finans Piyasalarının Gelişimi ve Kamu Müdahalesi", *Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi*, Maliye Bölümü, İzmir, s.210-223.
- DICKEY, A.David and Fuller A.Wayne (1979), "Distribution of the Estimators of Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Journal of American Statistical Association*, vol. 74, s.427-431.
- DPT, (2000), "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları - Özel İhtisas Komisyonu Raporu", *8.Beş Yıllık Kalkınma Planı*, DPT: 2514, ÖİK: 532, Ankara.
- ENDERS, Walter, (2003), *Applied Econometrics Time Series*, Newyork: John Wiley.
- ERDİLEK, Asım, (1998), "Türkiye'deki Yabancı Sermaye Yatırımlarının Değerlendirilmesi", *İktisat, İşletme, Finans Dergisi*, Cilt:13, Sayı:147, s.12-24.
- ERGEZEN, Bilge, (2006), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Piyasalar ve Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış YL Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.

EROĞLU, Nadir ve Eroğlu, İlhan, (2009), IMF-Türkiye İlişkileri ve 20.Stand-By Müzakerekeri Üzerine Bir Değerlendirme, *Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi, İİBF Dergisi*, Yıl:11, Sayı:17, (124-146).

ERTEK, Tümay, (2006), *Ekonometriye Giriş*, ikinci baskı, İstanbul: Beta Yayınları.

ESEN, Ömer, (2008), *Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Başlıca İktisadi Değişkenler Üzerine Etkisi*, Yayınlanmamış YL Tezi, Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Kocaeli.

FISCHER, Stanley, (1998), “The Asian Crisis: A View From The IMF”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Volume 9, Issue 2.
<http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/119128929/PDFSTART?CRETRY=1&SRETRY=0> (167-176). (Erişim Tarihi: 13.04.2009)

GÖRGÜN, Tuğrul, (2004), *Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesinin Etkin Kurumsal Yapılanmaları*, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi; Uzmanlık Tezi, Ankara.

GUJARATİ, Damodar N.,(2004), *Basic Econometrics*, fourth edit, McGraw-Hill Companies, USA.

GÜLOĞLU, Bülent ve Altunoğlu, Ender, (2002), “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:27, İstanbul.

GÜRAN, Nevzat, (1999), *Makro Ekonomik Analiz*, İkinci baskı, İzmir: Anadolu Matbaacılık.

GÜVEN, Samih, (2001), “Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği”, *İktisat İşletme Finans Dergisi*, Yıl:16, Sayı:185, İstanbul, s.79-99.

HAN, Ergül ve Kaya, Ayşen (2004), *İktisadi Kalkınma ve Büyüme*, No: 1575, No:831, Eskişehir: AÖF Yayınevi.

International Monetary Fund, (2001), *Global Portfolio Investment Survey*, Washington D.C.

IŞIK, Sayım, (2004), “Post Keynesyen Finansal Kırılganlık Yaklaşımının Türkiye Ekonomisindeki Finansal Krizlere (1991-2001) Uygulanması”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt: 19, Sayı: 218, s.51-77.

İNSEL, Aysu ve SUNGUR, Nesrin (2003), “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği- 1989:III-1999:IV”, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, 2003/8.

KAMINSKY, G. L. ve Schmukler L. S., (2003), “Short-Run Pain, Log-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization”, *IMF Working Paper*, WP/03/34, Washington, DC.

KANSU, Aydan, (2004), *Türkiye’de 1994 ve 2001 Krizleri: Döviz Kuru Sistemleri Döviz Krizleri*, İstanbul: Derin Yayınları.

KAPLAN, Cafer, (1999), “Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği”, TCMB Tartışma Tebliği, No.9910.

KARACA, Orhan, (2003), “Türkiye’de Enflasyon - Büyüme İlişkisi : Zaman Serisi Analizi”, *Doğus Üniversitesi Dergisi*, 4 (2) , s.247-255.

KARLUK, Rıdvan, Özgür Tonus, Nazım Çatalbaş, (1999), “Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye”, Prof.Dr. Orhan Oğuz’a Armağan, Marmara Üniversitesi Yayınları, Yay. No: 640, s.279-292.

KARLUK, Rıdvan, (2001), “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik

Büyüme Katkısı” Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye,
T.C.Merkez Bankası. (Erişim tarihi: 23.05.2009).

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabsermyat.doc>

KAZGAN, Gülten, (1997), *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi*, 7.baskı,
İstanbul: Remzi Kitabevi.

KAZGAN, Gülten, (1999), *Tanzimat’tan XXI.Yüzyıla Türkiye Ekonomisi*,
1.baskı, İstanbul: Altın Kitaplar.

KESKİN, Hidayet, Kriş, Hakan ve Şentürk, Canan, (2006), “2001 Krizinin
Ekonomik ve Siyasi Yönleri Üzerine Bir Değerlendirme Çabası”, *Süleyman
Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Yıl/Volume:2
Sayı/Issue 4.

KESKİN, Nagehan, (2008), “Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye
Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği” Dokuz Eylül
Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı,
Yayımlanmamış doktora tezi, İzmir.

KEYDER, Nur, (2003), “Kura Dayalı Program ve Dalgalı Kur Rejimi Uygulaması
Sırasında TL’nin Yabancı Para Karşısında Reel Değeri ve Cari İşlemler
Dengesi”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl 18, Sayı 202, s.77-83.

KOYUNCU, Murat ve Şenses, Fikret, (2004), “Kısa Dönem Krizlerin
Sosyoekonomik Etkileri: Türkiye, Endonezya ve Arjantin Deneyimleri”, ERC
Working Papers in Economics 04/13. <http://www.erc.metu.edu.tr> (Erişim
tarihi:25.09.2009).

KRUGMAN, Paul, (2001), “Currency Crisis” Massachusetts Institute of Technology,
<http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>. (Erişim Tarihi:22.05.2009).

- KULA, Ferit, (2003), “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, *Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 4, Sayı 2, s.141-154.
- KÜTÜKOĞLU, Mübahat (1992), *Tanzimat Döneminde Yabancıların İktisadi Faaliyetleri*, 150. Yıl Tanzimat, Ankara: TTK Yayınları,
- LANE, Timothy, (1999), “The Asian Financial Crisis What Have We Learned?”, *IMF Finansal Development*, September 1999, Volume 36, Number 2.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/09/lane.htm>
(Erişim Tarihi: 03.05.2009).
- MAHLEBİCİLER, Özge, (2006), *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Rezerv Yönetim Politikaları ve Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarının Analizi*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara
<http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/ozgemahlebiciler.pdf>
(Erişim Tarihi: 21.12.2008).
- MEJIA, Alejandro Lopez, (1999), “Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences and Policy Responses,” *IMF Working Papers*, No:WP/99/17,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9917.pdf>
(Erişim Tarihi: 07.11.2009).
- METES, Dan Vlad, (2007), “Visual, Unit Root and Stationarity Tests and Their Power and Accuracy”, http://www.stat.ua/berta_ca/~wiens.
(Erişim Tarihi: 02.09.2009).
- MIHÇI, Sevinç (2000), “Finansal Serbestleşme Sonrası Türkiye Ekonomisi” Hacettepe Üniversitesi, *İktisadi İdari Bilimler Dergisi*, 18/2, s.83-107.
- MUNDELL, Robert, (1997), “The International Monetary System in the 21st Century: Could Gold Make a Comeback?”, Columbia University,
<http://www.columbia.edu/~ram15/LBE.htm>. (Erişim Tarihi: 12.04.2009).

NEWKEY, Whitney and West Kenneth, (1987), “A Simple, Positive Semi-definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix”, *Econometrica*, vol:55, Issue 3.

ÖZER, Mustafa, (1999), *Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

ÖZGEN, Ferhat Başkan (1998), “Globalleşme Sürecinde Türkiye’de Finans Piyasalarının Gelişimi”, *Ege Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu*, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Yayını, 26-28 Kasım 1998, s.47-79.

PARASIZ, İlker, (2004), *Uluslararası Ekonomik-Mali Kuruluşlar ve Oluşumları*, 2. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi.

PARASIZ, İlker, (1998), *Türkiye Ekonomisi: 1923’den Günümüze Türkiye’de İktisat ve İstikrar Politikaları Uygulamaları*, Bursa: Ezgi Kitabevi.

PARASIZ, İlker, (1995), *Kriz Ekonomisi*, Bursa: Ezgi Kitabevi.

PATTERSON, Kerry (2000), *An Introduction to Applied Econometrics : A Time Series Approach*, Newyork, Great Britain.

PHILLIPS, Peter, Perron, Pierre (1988), “Testing for a Unit Root in Time Series Regression”, Cowles Foundation Paper 706, (335-346). <http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p07a/p0706.pdf> (Erişim Tarihi: 14.05.2009).

PLİHON, Dominique, (1995), *Döviz Kurları*, 1. Baskı, (Çev: Mehmet Bolak, Haluk Levent ve Ertugrul Tokdemir), İstanbul: İletişim Yayınları.

POWELL, Andrew, Dilip Ratha and Sanket Mohapatra, (2002), “Capital Inflows and Outflows: Measurement, Determinants, Consequences”, Centro de Investigación en Finanzas, Documento de Trabajo 07/2002.

http://www.utdt.edu/Upload/CIF_wp/wpcif-072002.pdf

(Erişim Tarihi: 06.04.2009).

PRASAD, Eswar, Rajan, Raghuram and Subramanian, Arvind (2006) “Foreign Capital and Economic Growth”,

<http://www.imf.org/external/np/speeches/2006/082506.htm>

(Erişim Tarihi: 02.09.2009).

RADALET, Steven and Jeffrey D. Sachs, (1998), “ The Onset of The East Asian Financial Crises”, Harvard Institute for International Development,

<http://www.earth.columbia.edu/sitefiles/file/about/director/pubs/paper27.pdf>

(Erişim Tarihi: 06.07.2009).

RODRİK, Dani, (2000), *Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler: Dışa Açılma Nasıl Gerçekleştirilmeli?*, (Çev. Sultan Gül), İstanbul: Sabah Kitapları.

RESMİ GAZETE, (1989), 11.08.1989 tarih, 20249 sayı.

SARI, Aydın, (2008), “Parasalıcı Görüşe Göre Türkiye’de Ödemeler Bilançosu Dengesinin Sağlanmasında Otomatik Denkleşme Mekanizmalarının Etkinliği”, *Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 9, Sayı 2.

<http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/1731.pdf>

(Erişim Tarihi: 23.03.2009).

SAYGILI, Fatih, (2001), “Finansal Serbestleşmenin Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisi”, *Ege Akademik Bakış*, Cilt 1, Sayı 1.

<http://eab.ege.edu.tr/pdf/1/c1-s1-m7.pdf> (Erişim Tarihi: 17.01.2008).

- SEYİDOĞLU, Halil, (2007), *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*, 16.baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- SÖNMEZ, Sinan, (1998), *Dünya Ekonomisinde Dönüşüm*, 1. baskı, Ankara: İmge Kitabevi.
- ŞAHİN, Senem Çakmak, (2006), “Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”, *Mülkiye Dergisi*, Cilt XXX, Sayı:250. s.123-144.
- ŞENGÖNÜL, Ahmet, Altıok, Metin ve Gürbüz, Rana, (2007), “Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:22, Sayı:252.
- TARI, Recep, (2005), *Ekonometri*, 3 baskı, İzmit: Kocaeli Üniversite Yayınları.
- TERZİOĞLU, Bilge, (2007), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırımlar: Türkiye Örneği*, Ege Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Türkiye Bankalar Birliği, (2001), “1994 Yılı Krizi Sonrasında Meksika’da Uygulanan Para Politikası”, *Bankacılık ve Araştırma Grubu*, [http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20\(s.37\).doc](http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi36/Meksika.%20(s.37).doc) (Erişim tarihi: 22.04.2009).
- TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistikleri, <http://www.hazine.gov.tr/irj/portal>.
- UÇAK, Ayhan, (2006), *Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi*, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.

ULUÇAY, Korkmaz, (2008), *Uluslararası Finansal Piyasaların Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Etkisi*, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Bölümü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.

UZUNOĞLU, Sadi, Alkin, K. ve Gürlesel, F, (1995), “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye”, İstanbul: İMKB Yayınları.

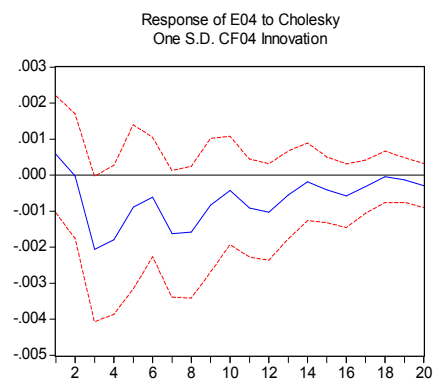
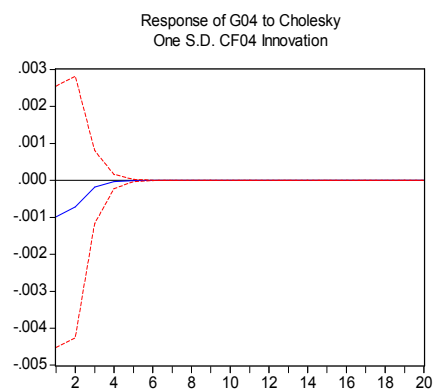
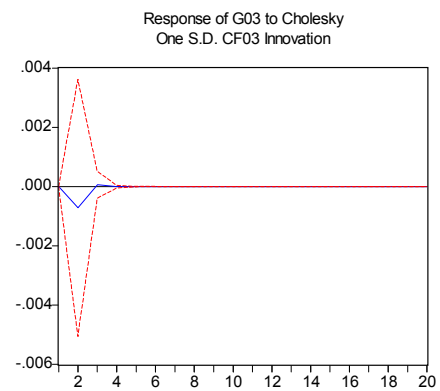
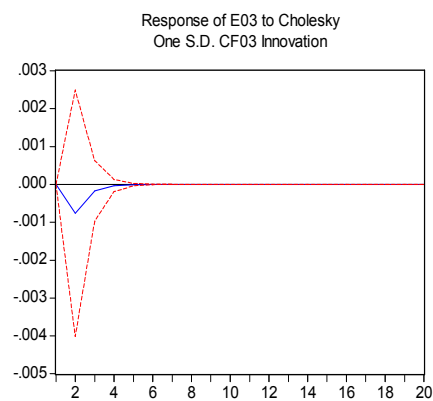
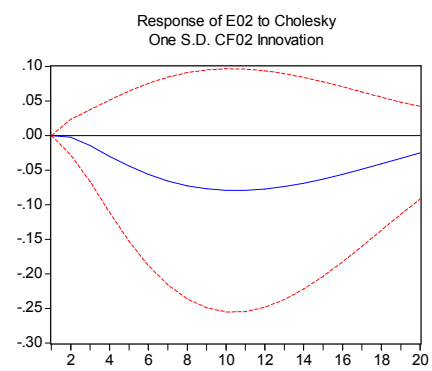
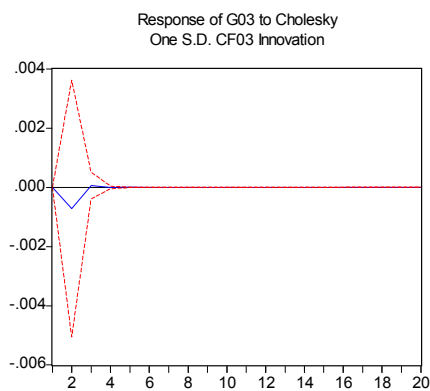
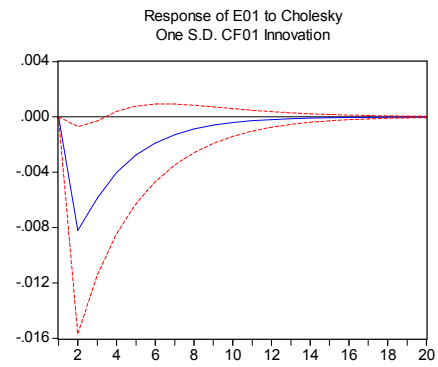
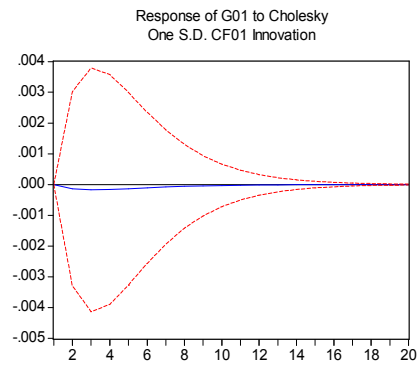
UTKULU, Utku ve Kahyaoğlu, Hakan, “Ticari ve Finansal Açıklık Türkiye’de Ekonomik Büyüme Ne Yönde Etkiledi?”, *TEK Tartışma Metni*, No:2005/13, Ekim 2005. <http://www.tek.org.tr/dosyalar/Utkulu-2005.pdf>. (Erişim tarihi: 06.08.2009).

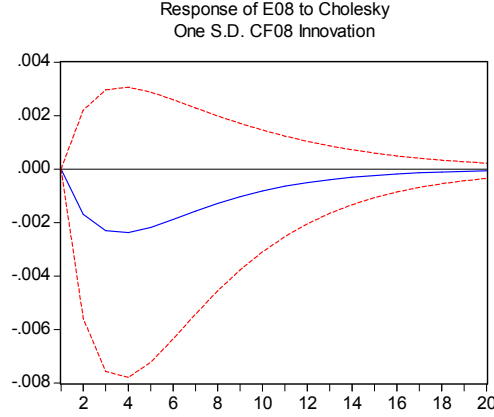
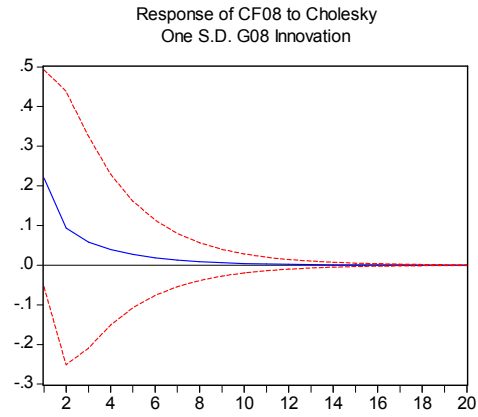
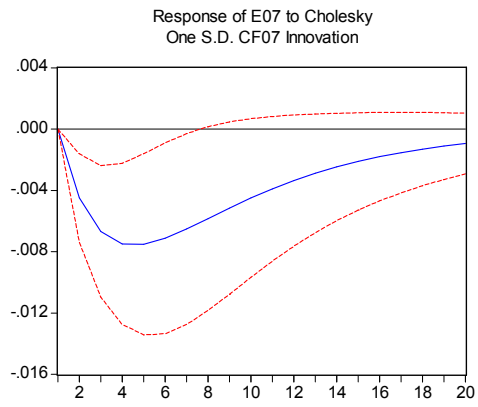
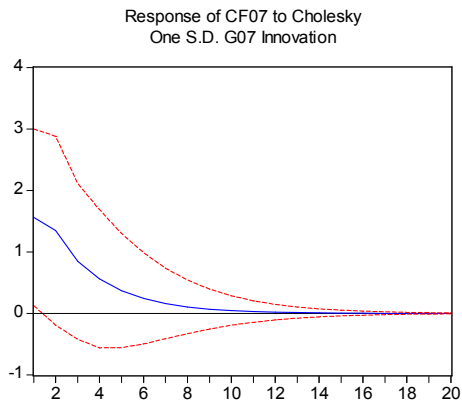
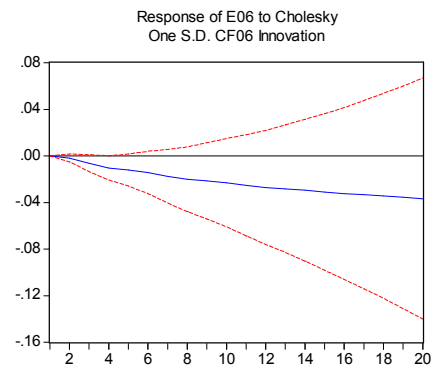
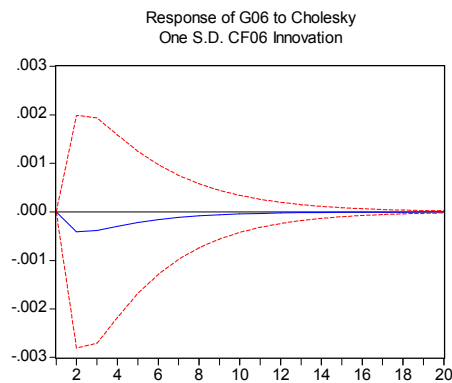
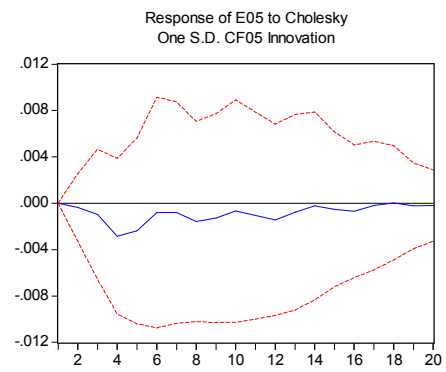
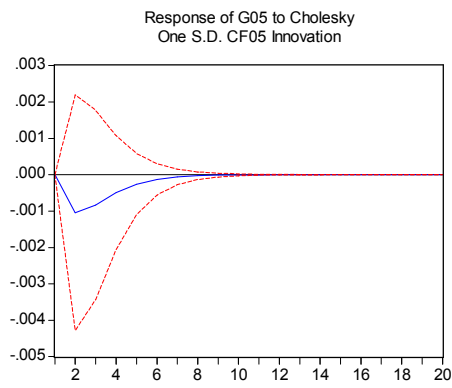
UYGUR, Ercan, (2001), “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, No:2001/1.

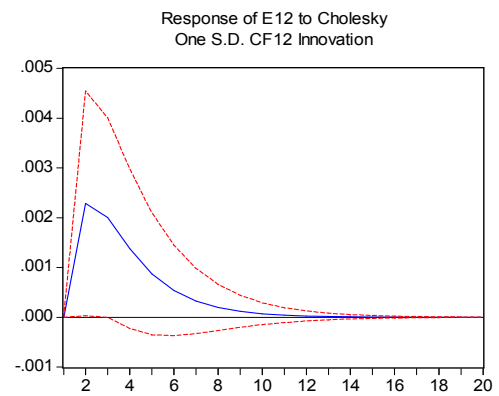
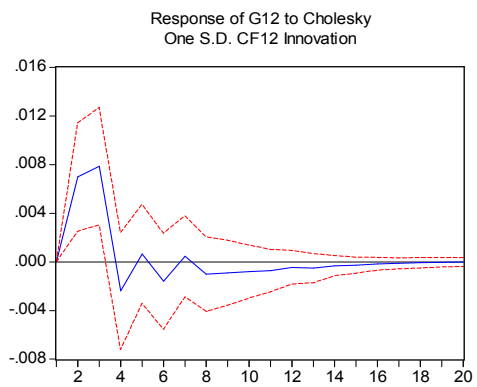
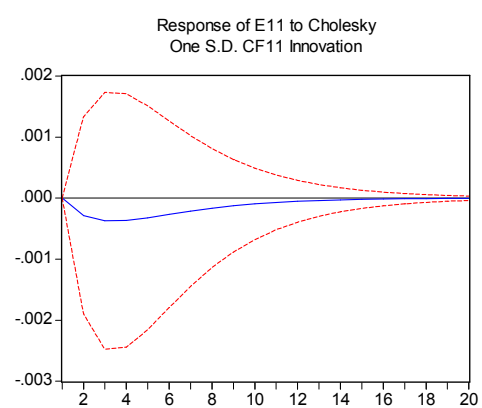
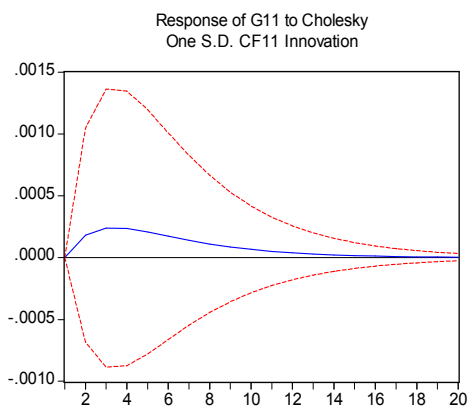
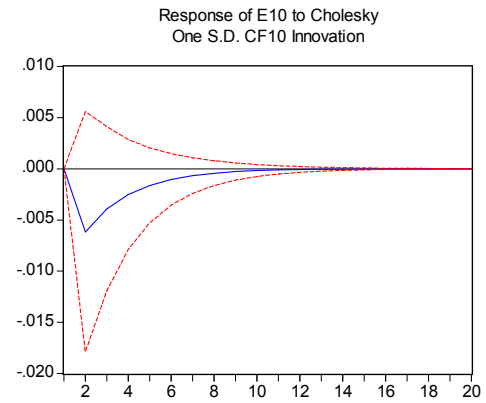
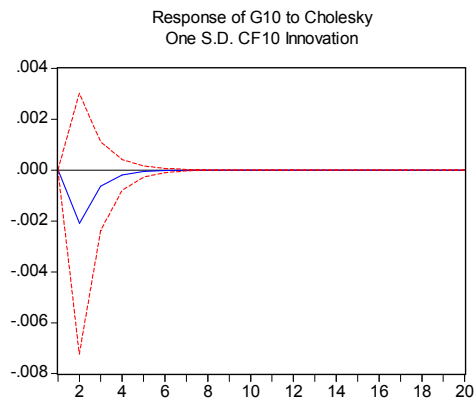
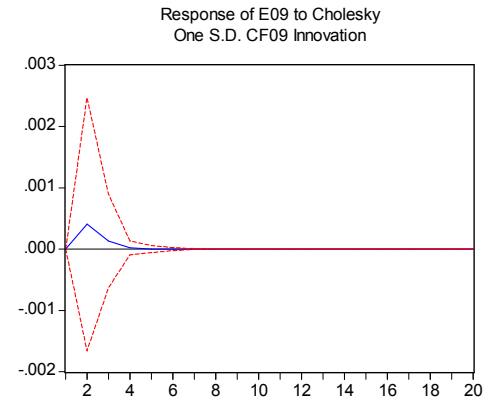
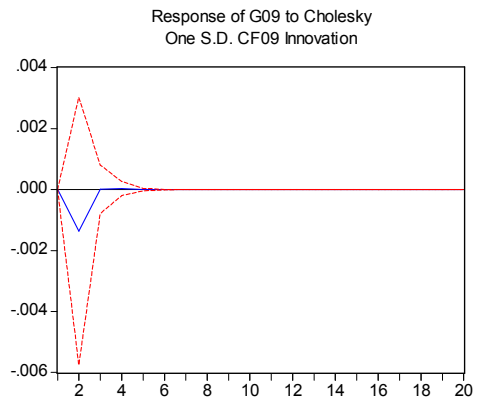
VERGİL, Hasan, (2002), “Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırım Üzerine Etkileri”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (3) 2002/1: 19-33. <http://kosbed.kou.edu.tr/sayi3/vergil.pdf>. (Erişim tarihi: 06.08.2009).

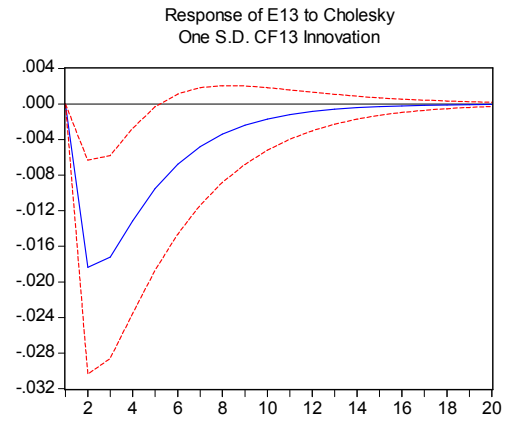
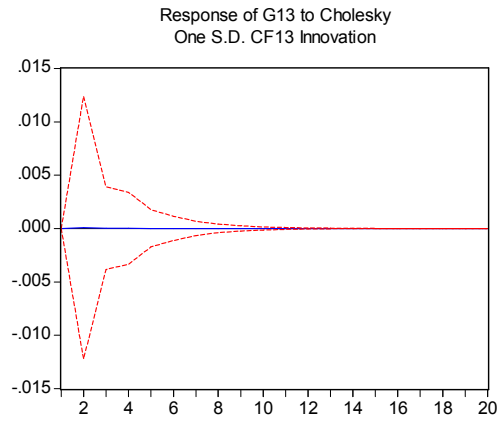
YELDAN, Erinç,(2001), *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İstanbul: İletişim Yayınları.

Ek-1 : Etki Tepki Grafikleri









Ek-2 :Varyans Ayrıştırması Grafikleri

