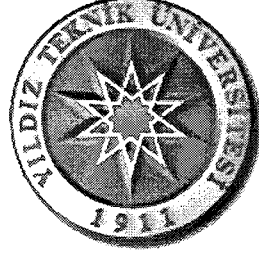


172674



T.C.
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

**SERMAİYE HAREKETLERİ
VE KRİZLER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı : Doç. Dr. Emel YURT

Hazırlayan
Kemal ÜNLÜ
03710102

İstanbul - 2006

İÇİNDEKİLER

ÖZET	iv
ABSTRACT	v
KISALTMALAR	vi
ŞEKİL VE TABLO LİSTESİ	vii
GİRİŞ	1
1. DÜNYA EKONOMİK DÜZENİ VE KÜRESELLEŞME	5
1.1. Uluslararası Para Sistemlerinin Tarihsel Gelişimi	6
1.2. Finansal Liberalleşme ve Yeni Ekonomik Düzen	13
1.2.1. Uluslararası Dış Borç Krizi	14
1.2.2. Uluslararası Finansal Akımların Serbestleşmesi	17
1.3. Finansal Liberalizasyonu Destekleyen ve Eleştiren Görüşler	19
1.3.1. McKinnon – Shaw Modeli	20
1.3.2. Finansal Liberalizasyonu Eleştiren Görüşler	23
2. ÖDEMELER BİLANÇOSU, SERMAYE HAREKETLERİ ve DIŞA AÇIK EKONOMİDE PARA ve MALİYE POLİTİKASI	25
2.1. Ödemeler Bilançosu	25
2.1.1. Ödemeler Bilançosu Temel Hesapları	26
2.1.1.1. Cari İşlemler Hesabı	26
2.1.1.2. Sermaye ve Finans Hesabı	28
2.1.1.3. Net Hata Ve Noksan Kalemi – Türkiye Örneği	30
2.2. İçsel ve Dışsal Denge	32
2.3. Dışa Açık Makro Ekonomide Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği	34
2.3.1. Sabit Döviz Kuru Sisteminde Para ve Maliye Politikası	35
2.3.1.1. Para Politikası	35
2.3.1.2. Maliye Politikası	36
2.3.2. Esnek Kur Sisteminde Para ve Maliye Politikası	37
2.3.2.1. Para Politikası	38
2.3.2.2. Maliye Politikası	39
3. ULUSLARARASI ÖZEL SERMAYE HAREKETLERİ VE MAKROEKONOMİK ETKİLER	41
3.1. Sermaye Hareketlerinin Nedenleri	42
3.1.1. Ekonomik Nedenler	42
3.1.2. İdari İstikrar	46
3.1.3. Yasal Çerçeve	47
3.1.4. Sosyo-Kültürel Yapı	47
3.2. Sermaye Hareketlerinin Gelişim Süreci ve Etkileri	48
3.3. Sermaye Hareketlerinin Türleri	56
3.3.1. Özel Sermaye Hareketleri	59
3.3.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	59

3.3.1.2. Portföy Yatırımları	61
3.3.1.3. Diğer Yatırımlar	63
3.3.2. Resmi Sermaye Akımları.....	64
3.4. Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri.....	65
3.4.1. Büyüme Üzerine Etkisi.....	66
3.4.2. Cari İşlemler ve Sermaye Hesabı Üzerindeki Etkileri.....	67
3.4.3. Kamu Dengesi Üzerine Etkileri.....	68
3.4.4. Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkiler	69
3.4.5. Ekonomik Bekleyişler Üzerindeki Etkiler.....	70
3.5. Sermaye Hareketleri ve Finansal Kriz.....	71
3.6. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi ve Tobin Vergisi.....	75
3.6.1. Keynes ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi	75
3.6.2. Tobin Vergisi (Tobin Tax)	76
3.6.3. Tobin Vergisinin Pratikte Uygulanması ile İlgili Sorunlar	79
4. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE TÜRKİYE.....	81
4.1. Türkiye'de Finansal Serbestleşme Süreci	82
4.1.1. Döviz Kuru Politikasının Değişmesi	86
4.1.2. Faiz Oranları Üzerindeki Devlet Denetiminin Kaldırılması.....	87
4.1.3. Dış Ticarete Serbestleşme	88
4.1.4. Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kurulması.....	89
4.1.5. Devlet İç Borçlanma Senetleri İhalelerine Başlanması	90
4.1.6. Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi.....	91
4.1.7. Bankacılık Sektörüne İlişkin Reformlar ve Düzenlemeler	93
4.2. Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri	95
4.2.1. Doğrudan Yatırımlar.....	96
4.2.2. Portföy Yatırımları	97
4.2.3. Diğer Sermaye Yatırımları	99
4.3. Sermaye Hareketlerinin Temel Makro Ekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri	102
4.3.1. Cari Açık ve Sıcak Para Olgusu	102
4.3.2. Büyüme Oranı Üzerine Etkisi.....	107
4.3.3. Reel Döviz Kuru Üzerine Etkisi.....	109
4.3.4. Toplam Talep Üzerine Etkisi.....	110
4.3.5. Yatırımlar Üzerindeki Etkileri.....	112
4.3.6. Kamu Dengesi Üzerindeki Etkileri.....	113
4.3.7. Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri	114
4.4. Türkiye'de Meydana Gelen Krizler ve Sermaye Hareketleri.....	116
4.4.1. 1994 Krizi	118
4.4.2. Kasım 2000 – Şubat 2001 Krizleri	121
4.5. Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü	131
SONUÇ	135
KAYNAKÇA.....	140

ÖZET

İktisat teorisinde uluslararası özel sermaye akımlarının, sermayenin bol olduğu sanayileşmiş ülkelere sermayenin az olduğu gelişmekte olan ülkelere doğru hareket etmesi sonucunda kalkınmaya büyük bir katkı sağladığı ve sermaye girişi yaşanan ülkelere konjonktür dalgalanmaları boyunca harcamaların düzleşmesine yardımcı olduğu öne sürülmektedir.

Son yıllarda meydana gelen gelişmeler bu standart teorisinin her iki etkisinin de gerçekleşmediğini göstermektedir. Ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereğini karşılama işlevini yüklenen sermaye hareketleri, küreselleşme sürecinde bu işlevinden hızla uzaklaşmış, faiz-kur arbitrajına dayanarak en yüksek reel getiriyi elde etme amacını taşıyan spekülasyon nitelikli para hareketlerine dönüşmüştür. Ayrıca küreselleşme sürecinde adeta kimlik değiştiren sermaye hareketlerinin hacmi de büyüyerek, ödemeler bilançosunun cari işlemler bölümü ile sermaye hareketleri arasındaki güçlü bağlantının büyük ölçüde gevşemesine hatta kopmasına neden olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımının hacimsel büyümesine paralel olarak, bu ülkelere, oldukça sık görülen mali krizler meydana gelmiştir. 1980'lerin borç krizinin ardından 1990'lı yıllar bu türden fiili ya da potansiyel birçok krize şahit olmuştur. Öyle ki dünya üzerindeki küçüklü büyüklü krizler göz önüne alındığında her 19 ayda bir kriz meydana geldiği anlaşılmaktadır. Meydana gelen bu krizlerin yıllık ortalama maliyetinin 100-150 milyar dolar civarında olduğu ve eğer bu krizler meydana gelmemiş olsaydı, son çeyrek asır boyunca gelişmekte olan ülkelerin gelirinin %25 daha fazla olacağı tahmin edilmektedir. Bu gelişmeler sermaye hareketlerine yönelik kontrolleri yeniden gündeme getirmiştir.

Bu gelişmeler ışığında, bu çalışmada sermaye hareketlerinin gelişimi ayrıntılı bir şekilde incelendikten sonra, ülkelerin makro dengelerine etkileri ve krizler ile ilişkisi ele alınarak son dönemde dünya genelinde gündeme gelen sermaye kontrollerine 'Tobin Vergisi' kapsamında değinilecektir.

ABSTRACT

The international private capital flows in the theory of economics from the industrialized countries that have a plenty of capital to the ones with less capital. This has a great contribution to development, and in the countries where there is a capital input, it also assists to stabilization of the expenditures along with the conjunctural fluctuations

The developments in the recent years prove that both influences of this standard theory could not be realized. The capital flows which undertake the financing requirements arising out of the fundamental instabilities of the national economies, have left this function in the process of globalization, and turned into speculative nature money movements for the sake of acquiring the highest real revenue based on interest - currency rate arbitrage. Furthermore, in the process of globalization, the capital movements, changing their identities, have increased in volume, and the strong ties between the current account part of the balance of payments and capital movements have to a great extent loosened.

Parallel to the volumetric growth of the capital flow towards the developing countries, frequent financial crises were faced in those countries. Following the debt crisis of the 1980s, the 1990s have witnessed many actual or potential crises of that size. Considering the large or small crises in Turkey, one crisis takes place per 19 months. The annual average cost of these crises is from 100 to 150 billion USD, and if such crises would not have taken place, the income of the developing countries through the last quarter century would be 25% higher. These developments have made the controls on the capital movements one more time into the agenda.

Under the light of these, after analyzing the development of capital movements in detail, and considering their influence on the macro balances of the countries as well as the relation with crisis, the capital controls which have become an issue recently, will be mentioned under the scope of "Tobin Tax".

KISALTMALAR

AB	AVRUPA BİRLİĞİ
BDDK	BANKACILIK DENETLEME VE DÜZENLEME KURUMU
CİB	CARİ İŞLEMLER BİLANÇOSU
ÇUŞ	ÇOKULUSLU ŞİRKET
DB	DÜNYA BANKASI
DİBS	DEVLET İÇ BORÇLANMA SENETLERİ
DTH	DIŞ TİCARET HADLERİ
DYY	DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR
EMS	AVRUPA PARA SİSTEMİ
ERM	AVRUPA DÖVİZ KURU MEKANİZMASI
GOÜ	GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER
GSMH	GAYRİ SAFİ MİLLİ HASILA
GSYİH	GAYRİ SAFİ YURT İÇİ HASILA
HM	HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI
IMF	ULUSLAR ARASI PARA FONU (INTERNATIONAL MONETARY FOUND)
KİT	KAMU İKTİSADİ TEŞEBBÜSLERİ
NHN	NET HATA VE NOKSAN
OECD	EKONOMİK İŞBİRLİĞİ VE KALKINMA ÖRGÜTÜ
OPEC	PETROL İHRAÇ EDEN ÜLKELER ÖRGÜTÜ
ÖİB	ÖZELLEŞTİRME İDARESİ BAŞKANLIĞI
RDK	REEL DÖVİZ KURU
TCMB	TÜRKİYE CUMHURİYET METKEZ BANKASI
TMSF	TASARRUF MEVDUAT SİGORTA FONU
TÜİK	TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU
UNCTAD	BİRLEŞMİŞ MİLLETLER TİCARET VE KALKINMA KONFERANSI

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1.1: Mckinnon - Shaw Modeli	21
Şekil 2.1: Cari İşlemler İle Sermaye Hareketlerinin Varlıklara Etkisi.....	31
Şekil 2.2: Net Hata Ve Noksan (Yıllık, Milyon \$)	32
Şekil 2.3: İçsel Ve Dışsal Denge.....	33
Şekil 2.4: Sabit Döviz Kuru Sisteminde Maliye Politikası.....	36
Şekil 2.5: Esnek Kur Sisteminde Para Politikası	38
Şekil 3.1: Sermaye Hareketlerinin Nedenleri.....	44
Şekil 3.2: Sermaye Hareketlerinin Değişkenliği	52
Şekil 3.3: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımlarının GSYİH'ye Oranı (1990-2004)	57
Şekil 3.4: GOÜ'lerin Cari İşlemler Bilançosu (1976-2004).....	57
Şekil 3.5: Hisse Senedi Fiyatı Endeksleri (2003-2004)	63
Şekil 3.6: GOÜ'lere Yönelik Diğer Yatırımlar (1990-2004)	63
Şekil 3.7: Sistemik Krizin İşleyişi.....	74
Şekil 4.1: Doğrudan Ve Portföy Yatırımları	96
Şekil 4.2: Özelleştirme Gelirleri	97
Şekil 4.3: Faiz Oranları	99
Şekil 4.4: İkincil Piyasa Getiri Farkları.....	99
Şekil 4.5: Diğer Sermaye Akımları	100
Şekil 4.6: Toplam Sermaye Hareketleri Ve Cari İşlemler Dengesi (1992-2005)	103
Şekil 4.7: Cari Açığın Borç Yaratın Ve Yaratmayan Sermaye Girişi İle Finansmanı .	104
Şekil 4.8: Sıcak Paranın Kompozisyonu	105
Şekil 4.9: Büyüme Oranı Ve Net Toplam Sermaye Hareketleri (Milyar Dolar)	108
Şekil 4.10: Reel Döviz Kuru Endeksi Ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	109
Şekil 4.11: Uzun Vadeli Kredi Kullanımı Ve Yatırım Harcamaları (Özel Sektör)	113
Şekil 4.12: Bütçe Dengeleri / GSMH (%).....	122
Şekil 4.13: İç Borçlanma Reel Faiz Oranı Ve GSMH Büyüme Hızı (%).....	123

TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik İşçi Transferleri (1990-2004).....	27
Tablo 3.1: Resmi Ve Özel Sermaye Akımları (Milyar Dolar)	49
Tablo 3.2: Ülkeler İtibariyle Yabancı Sermaye Stoku.....	53
Tablo 3.3: GOÜ'lere Yönelik Net Sermaye Akımları 1996-2004	56
Tablo 3.4: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Milyon Dolar)	60
Tablo 3.5: GOÜ'e Yönelik Net Portföy Akımları 2002-2004 (Milyar Dolar).....	62
Tablo 3.6: Resmi Kalkınma Yardımları (RKY) (1990-2003)	65
Tablo 3.7: Tobin Vergisinden Sağlanabilecek Potansiyel Hasılat.....	77
Tablo 4.1: Türkiye Ekonomisine Net Sermaye Akımları: 1989-2005 Milyon \$.....	95
Tablo 4.2: Sermaye Ve Finans Hesapları (Milyon ABD Doları)	101
Tablo 4.3: Sıcak Para.....	106
Tablo 4.4: Toplam Mevduat Ve Kredi Gelişmeleri (2002-2005).....	111
Tablo 4.5: Konsolide Bütçe Toplam Borç Stoku.....	114
Tablo 4.6: Net Yabancı Alım Ve Borsada Yabancı Payı	115
Tablo 4.7: Yıllar İtibariyle Amerikan Dolarındaki Kur Artışı Ve Enflasyon (%).....	119
Tablo 4.8: Türkiye'de Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Ve Finansmanının GSMH'ye Oranı (%).....	120
Tablo 4.9: Toplam Ve Kısa Vadeli Dış Borçlar Ve Bunların Toplam Dış Borçlar İle Net Uluslararası Rezervlere Oranı (%)	124
Tablo 4.10: Performans Kriterleri, Gösterge Değerler Ve Gerçekleşmeleri	126
Tablo 4.11: Kriz Öncesinde Ve Kriz İçinde Sermaye Hareketleri (Milyon \$).....	128
Tablo 4.12: Kriz Öncesinde Ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri (Milyon \$).....	129
Tablo 4.13: Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri.....	133
Tablo 4.14: Temel Ekonomik Göstergeler	134

GİRİŞ

1990'lı yılların başından itibaren dünyada hızlı bir küreselleşme yaşanmaya başlamıştır. İletişim ve bilişim teknolojisi alanında ortaya çıkan gelişmelerin temelini oluşturan küreselleşme sosyal, kültürel, siyasal ve ekonomik yönleri olan çok boyutlu bir süreçtir. Bu süreç dünya ülkelerini birbirine yakınlaştırırken dünyayı 'büyük bir köy' haline getirmiştir.

Ekonomik açıdan küreselleşmenin özellikle üç boyutu dikkat çekmektedir. Bunlar, uluslararası ticaret, uluslararası üretim ve uluslararası mali akımlarla ilgili gelişmelerdir.

Ticaret alanında küreselleşme, ülkeler arasında mal ve hizmet akımları üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması veya azaltılması sürecini kapsamaktadır. Bu genel yaklaşımın yanında, ticari alanda meydana gelen küreselleşmeyi kapsayacak biçimde, bölgesel entegrasyon hareketleri de giderek yaygınlık kazanmaktadır.

Küreselleşmenin üretim ile ilgili olan kısmı birçok ülkede üretimde bulunan çok uluslu şirketler (ÇUŞ) tarafından temsil edilmektedir. Çok uluslu şirketler tarafından gelişmekte olan ülkelere yönelik yatırımların, özellikle kar marjı yüksek olan bankacılık, ticaret, turizm ve sigortacılık gibi alanlarda gerçekleşmesi de dikkat çekmektedir.

Küreselleşmenin en önemli boyutu ise mali küreselleşmeyle ilgilidir. Mali küreselleşme süreci, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke hükümetlerince alınan kararlar çerçevesinde döviz ve sermaye işlemleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılarak ulusal piyasaların dış mali piyasalarla bütünleştirilmesi olarak tanımlanmaktadır.

Özellikle 1980'li yılların başından itibaren dünyada tüm ülkelerin finansal serbestleşme çabalarının arttığı görülmektedir. Reel ve finansal sektörlerde yapılan serbestleşmeye yönelik düzenlemelerin temel amacı sistemde piyasa mekanizmasının yerleşmesini sağlayarak sürdürülebilir bir büyüme trendi yakalamak ve böylece ülkelerin refah düzeyini artırmaktadır.

Küreselleşme tartışmalarında sermaye hareketleri merkezi bir rol oynamaktadır. Döviz piyasalarındaki günlük işlem hacminin üç trilyon dolardan fazla olduğu düşünüldüğünde sermaye hareketlerinin rolü daha da belirginleşmiş olmaktadır.

İktisat teorisinde uluslararası özel sermaye akımlarının, sermayenin bol olduğu sanayileşmiş ülkelerden sermayenin az olduğu gelişmekte olan ülkelere doğru hareket etmesi sonucunda kalkınmaya büyük bir katkı sağladığı ve sermaye girişi yaşanan ülkelerde konjonktür dalgalanmaları boyunca harcamaların düzleşmesine yardımcı olduğu öne sürülmektedir.

Son yıllarda meydana gelen gelişmeler bu standart teorinin her iki etkisinin de gerçekleşmediğini göstermektedir. Ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereğini karşılama işlevini yüklenen sermaye hareketleri, küreselleşme sürecinde bu işlevinden hızla uzaklaşmış, faiz-kur arbitrajına dayanarak en yüksek reel getiriye elde etme amacını taşıyan spekülasyon nitelikli para hareketlerine dönüşmüştür. Ayrıca küreselleşme sürecinde adeta kimlik değiştiren sermaye hareketlerinin hacmi de büyüyerek, ödemeler bilançosunun cari işlemler bölümü ile sermaye hareketleri arasındaki güçlü bağlantının büyük ölçüde gevşemesine hatta kopmasına neden olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımının hacimsel büyümesine paralel olarak, bu ülkelerde, oldukça sık görülen mali krizler meydana gelmiştir. 1980'lerin borç krizinin ardından 1990'lı yıllar bu türden fiili ya da potansiyel birçok krize şahit olmuştur. Öyle ki dünya üzerindeki küçüklü büyüklü krizler göz önüne alındığında her on dokuz ayda bir kriz meydana geldiği anlaşılmaktadır. Meydana gelen bu krizlerin yıllık ortalama maliyetinin 100-150 milyar dolar civarında olduğu ve eğer bu krizler meydana gelmemiş olsaydı, son çeyrek asır boyunca gelişmekte olan ülkelerin gelirinin %25 daha fazla olacağı tahmin edilmektedir. Bu gelişmeler sermaye hareketlerine yönelik kontrolleri yeniden gündeme getirmiştir.

Bu gelişmeler ışığında, bu çalışmada sermaye hareketlerinin gelişimi ayrıntılı bir şekilde incelendikten sonra, ülkelerin makro dengelerine etkileri ve krizler ile ilişkisi ele alınarak son dönemde dünya genelinde gündeme gelen sermaye kontrollerine 'Tobin Vergisi' kapsamında değinilecektir.

Çalışmanın birinci bölümünde dünya ekonomik düzeni, küreselleşme bağlamında ele alındı. Dünya kapitalizminin, on iki yüzyıllık tarihi, iki adet küreselleşme evresinin gerçekleşmiş olduğunu göstermektedir. Bu evrelerden birincisinin 18. yüzyıl sanayi devriminin teknolojik gelişmelerini takiben, kabaca 1870-1914 arasında dünya mal ve finans piyasalarında hükmünü sürdüğü görülmektedir. Söz konusu yıllara damgasını vuran bu ilk küreselleşme dalgasının temel özelliği, para piyasalarında ve ticaret ilişkilerinde altın standardının norm kabul edilmiş olmasıdır. Birinci ve İkinci Dünya Savaşları ile ulusal devletlerin görece bağımsız ticaret ve kalkınma politikaları ile şekillenen 1914-1960 döneminden sonra dünya ölçeğinde yeni bir küreselleşme dönemine girildiği görülmektedir. Kabaca 1980’li yıllardan günümüze kadar getirilen bu ikinci dalga, iki ana başlık altında ele alındı: uluslararası dış borç krizi ve uluslararası finansal akımların serbestleşmesi.

Çalışmanın ikinci bölümünde, ülkelerin ticaret alanındaki kısıtlamaları kaldırmasının yanı sıra, mali küreselleşme ve finansal serbestleşme çabaları doğrultusunda ekonomilerin dışa açık hale gelmesi sonucu, uluslararası işlemlerin ulusal ekonomileri nasıl etkilediği gösterilmeye çalışıldı. Özellikle Mundell-Fleming modeli çerçevesinde, tam sermaye mobilitesi durumunda, para ve maliye politikalarının etkinliği tartışıldı.

Çalışmanın üçüncü bölümünde uluslararası sermaye hareketleri ile özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki makro ekonomik etkileşimler ele alındı. Bu bölümde sermaye hareketlerinin nedenlerine, sermaye hareketlerinin temel özelliklerine ve gelişim sürecine değinilerek, bu hareketlerin türleri ve makro ekonomi üzerindeki etkisi ayrıntılı bir biçimde incelendi.

Sermaye hareketlerinin en çok tartışılan yanı yaşanan krizler üzerinde tetikleyici bir role sahip olmasıdır. Bu nedenle bu bölümde dünya ölçeğinde meydana gelen krizler ile sermaye hareketleri arasındaki ilişki irdelenerek, J. Tobin’in "A Currency Transactions Tax. Why and How" başlıklı makalesi çerçevesinde kısa vadeli sermaye hareketleri üzerine konulacak işlem vergisinin niçin ve nasıl konulması gerektiği üzerine bilgi verilerek, sermaye hareketleri üzerindeki etkisi tartışıldı.

Son bölümde ise, ülkemize yönelik sermaye hareketleri değerlendirildi. Bu bölümde ilk olarak finansal liberalleşme sürecine değinilerek, 11 Ağustos 1989 tarihli, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 No'lu kararnameye ilişkin Türkiye'de sermaye hareketlerine yönelik liberalleşme süreci ele alındı. Özellikle, 1980-89 ve 1989-2005 yılları arasındaki gelişmeleri sağlıklı bir şekilde irdeleyebilmek için finansal liberalleşme süreci önemli bir noktayı oluşturmaktadır.

Finansal liberalleşme sürecinden sonra, Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin türlerine ve boyutlarına değinilerek, 1994, 200-2001 yılları arasında meydana gelen krizler üzerine etkisi tartışıldı ve günümüze yönelik durum değerlendirmesi yapıldı.



1. DÜNYA EKONOMİK DÜZENİ VE KÜRESELLEŞME

Dünya kapitalizminin doğuşundan beri gerçekte bir dünya sistemi olduğu ve sermayenin birikim sürecinin aslında ulusal devletlerin sınırlarından bağımsız bir oluşum gösterdiği bilinen bir olgudur. Nitekim Karl Marx Kapital'in¹ daha açılış cümlesinde "...kapitalist üretim tarzının belirleyici olduğu toplumlarda zenginliğin biçiminin 'malların olağanüstü birikimi' şeklinde geliştiğini söyleyerek, sermayedarın kâr güdüsünün sınır tanımadığını da açıkça dile getirmektedir. Burada kısaca tanımlamak gerekirse 'küreselleşme' olgusu, ulusal ekonomilerin dünya piyasalarıyla eklenmesi ve bütün iktisadi karar süreçlerinin giderek dünya kapitalizminin sermaye birikimine yönelik dinamikleriyle belirlenmesi olarak yorumlanmaktadır. Dolayısıyla, kapitalizmin gelişme dinamiklerine koşut olarak dünya ekonomisinin ayrılmaz bir bütün olarak algılanması gereğine karşın, söz konusu uluslararası birikim sürecinin özellikle 1970'li yıllardan itibaren hız kazandığını ve elektronik, bilgi-işlem teknolojilerindeki gelişmeleri de arkasına alarak tüm dünyayı tek bir pazara dönüştürmekte olduğu görülmektedir.

Günümüzde çeşitli ülkelerin mal piyasaları arasındaki teknolojik karşılıklı bağımlılık geçmişe göre çok fazla artmıştır. Özellikle ülkelerarası bilimsel, teknolojik ve ekonomik bağımlılıklar hızla artmış ve artmaktadır.

Genelde ekonomik faaliyetlerin küreselleşmesinin ve buna bağlı yönetim sorunlarının temelinde 2. Dünya Savaşından sonra, özellikle de 1960'lardan beri çokuluslu şirket (ÇUŞ) faaliyetlerinin giderek artışı ve buna paralel olarak uluslararası ticaretin hızla büyümesi vardır. Öte yandan 1960'lı yıllar ABD faiz oranlarının, 1930'lu yıllarda saptanan ünlü Q tavanını* aştığı ve ABD bankalarının bir gecelik repo yapmaya başladıkları döneminin başlangıcıdır.

¹ Erinc Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, İletişim Yayınları, İstanbul, 2002, s.13-14

* 1930'larda ABD'de Federal Rezerv Bank'ın bankaların ödeyebilecekleri en yüksek faizi belirlemek üzere getirdiği kısıtlama; bu kısıtlamalar Avrupa Dolar (Euro Dolar Market) piyasasının ortaya çıkmasında etkili olmuştur.

Daha sonra, 1971-73 döneminde Bretton Woods sabit ayarlanabilir kur sisteminin çöküşüyle birlikte sermaye piyasaları hızla uluslararası niteliğe sahip olmaya başlamıştır.

Öte yandan 1973 yılında dünya petrol fiyatlarında meydana gelen % 400'lük artış, petro - dolar olgusunu gündeme getirmiş ve bu dolarların yeniden uluslararası finans piyasalarına geri döndürülme çabalarının başlamasına neden olmuştur. 1976'da Kingston'da ABD, Japonya ve bugünkü Avrupa Birliği üyelerinin arasında esnek (gözetimli) döviz kuru sisteminin benimsenmesi, uluslararası ekonomik ve finans ilişkilerinin giderek karmaşıklaşmasına neden olmuştur. Bütün bu gelişmeler bütünleşmiş ve birbirine bağımlı bir dünya ekonomisinin habercisi niteliğindedir.²

Dünya kapitalizminin, on iki yüzyıllık tarihi, iki ayrı uzun salınım altında, iki adet küreselleşme evresinin gerçekleşmiş olduğunu göstermektedir. Bu evrelerden birincisinin 18. yüzyıl sanayi devriminin teknolojik gelişmelerini takiben, kabaca 1870-1914 arasında dünya mal ve finans piyasalarında hükmünü sürdüğü görülmektedir. Söz konusu yıllara damgasını vuran bu ilk küreselleşme dalgasının temel özelliği, para piyasalarında ve ticaret ilişkilerinde altın standardının norm kabul edilmiş olmasıdır. Birinci ve ikinci dünya savaşları ulusal devletlerin görece bağımsız ticaret ve kalkınma politikaları ile şekillenen 1914-1960 döneminden sonra dünya ölçeğinde yeni bir küreselleşme dönemine girildiği görülmektedir. Kabaca 1980'li yıllardan günümüze kadar getirilecek olan bu ikinci dalga, iki ana başlık altında ele alınacaktır: uluslar arası dış borç krizi ve uluslar arası finansal akımların serbestleşmesi.

Uluslararası ekonomik işlemlerin kaydettiği hızlı gelişim uluslararası para ve döviz piyasalarına büyük önem kazandırmıştır. Günümüzdeki gelişmeleri algılayabilmek, uluslararası para sisteminin rolünü kavrayabilmek için para ve döviz piyasalarının geçmişten başlanarak irdelenmesi yararlı olacaktır.

1.1. Uluslararası Para Sistemlerinin Tarihsel Gelişimi

Uluslararası para sistemi, ülkeler arasında mevcut döviz kurları ve ödeme ilişkilerini düzenleyen kural ve antlaşmalarının oluşturduğu bir bütündür. Uluslararası

² Ufuk Başoğlu, Nalan Ölmezoğulları ve İlker Parasız, **Dünya Ekonomisi**, Bursa, Ezgi Kitapevi, 2001, s.3-4.

ticari ve mali ilişkilerin düzenli biçimde yürüyebilmesi her şeyden önce etkin bir uluslararası para sisteminin varlığına bağlıdır.

Adam Smith, uluslararası para sistemini bir “**Büyük Çark**” a benzetmiştir.³ Bu çark ne kadar pürüzsüz işlerse, uluslararası ödemeler o kadar kolay biçimde gerçekleşirken uluslararası ticaret ve sermaye akımları da o derece hızla gelişir. Buna karşılık uluslararası ödemelerde buhranların yaşandığı dönemlerde, dünya ticari ve mali akımlar bundan büyük zarar görür ve dünya ekonomisi daralma eğilimi içerisine girer.

İnsanoğlu, tarihin en eski çağlarından beri alış verişlerini gerçekleştirmek için çok çeşitli mallar ve araçlar kullanmıştır. Fakat düzenli olarak uygulanan ilk sistem altın standardı (gold standard)’dır. Bu sistem 1870’lerden 1914’te meydana gelen Birinci Dünya Savaşına kadar olan dönemde “altın çağını” yaşamıştır.

Altın standardının,

- i. altının içte ve dışta serbest dolaşımı,
- ii. ulusal paranın altına konvertibilitesi

olmak üzere iki temel özelliği vardır. Altın standardı sisteminde, uluslararası ödemeler gerek altın gerekse döviz olarak gerçekleştirilmektedir.⁴ Sabit döviz kuru sistemine bir örnek olan altın standardı sisteminde, ülkelerin para birimleri arasındaki değişim oranları, standart birim olan altına karşı saptanmıştır.

Altın standardında tüm para arzı, altın arzına bağlı olduğundan, bu sistemin her ülkedeki fiyat düzeylerinin denkleştirilmesini zorlayarak, uluslararası ödemeler dengelerinin sağlayıcı bir şekilde çalıştığı varsayılmıştır. Altın standardının söz konusu denkleştirici etkisi, şu mantık temeline dayandırılmaktadır: Ödemeler bilançosu fazla veren bir ülkede, tam istihdam koşulları geçerli ise, altın girişleri nedeniyle para arzındaki artış, fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine neden olacaktır. Bunun tersine, ülkenin ödemeler bilançosu açık veriyorsa, altın çıkışları nedeniyle para arzı azalacak ve fiyatlar genel düzeyi düşecektir. Böyle bir durumda, ödemeler bilançosu fazla veren ülkelerin ihracatı görece olarak pahalılaşırken, ödemeler bilançosu açık veren ülkelerin

³ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, Güzem Yayınları, İstanbul, 1997, s.6.

⁴ İlker Parasız, *Uluslararası Para Sistemi*, Ezgi Kitapevi, Bursa, 1996, s.61.

ihraç malları ucuzlayacaktır. Bunun sonucunda bir grup ülkenin ihracatı artarken, diğer bir grup ülkenin ihracatı azalacağından, ithal ve ihraç edilen miktarlardaki değişimler, ödemeler bilançolarını bir denge durumuna doğru yönlerecektir.⁵

Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasıyla, savaş koşulları altında ülkeler, altın rezervlerini korumak üzere birlikte paraların altına dönüştürülebilme özelliğini geçici olarak kaldırdılar. Savaştan sonra yeniden altın standardına dönme girişiminde bulundularsa da bu uygulamalar başarılı olmadı. Çünkü hükümetler, altın standardının gerektirdiğinin tersine, ekonomik yaşama yoğun müdahalelerde bulunmaya başlamışlardı. Savaş sırasında birçok ülkede kendini gösteren enflasyon, savaş öncesi paritelerden altın standardına dönülmesi nedeniyle, kurların sürdürülmesini de olanaksız hale getirmişti. Nihayet 1929 Dünya Ekonomik Buhranı'nun ortaya çıkmasıyla altın standardını sürdürme olanağının kalmadığı ortaya çıktı. Böylece 1933'lere gelindiğinde altın standardı tümüyle yıkılmış oluyordu. Birinci ve İkinci Dünya Savaşları arasındaki dönemde uluslararası ekonomik ve mali ilişkilerde tam bir kargaşa yaşanmıştır. Altın standardı yıkılmış, yerine yeni bir sistem konulamamış, uluslararası ödemeleri gerçekleştirmek büyük bir sorun olmuştu. Ülkelerin ihracatı artırmak için başvurdukları kambiyo ve miktar sınırlamaları doruk noktaya ulaşmıştı.

Daha sonraları görülecek bazı para sahaları da yine bu dönemde oluşmuştur. İngiltere'nin önderliğindeki bir grup ülke, paralarını sabit kurlardan İngiliz sterlinine bağlayarak "sterlin sahası"nı oluşturdular. Bunlar, Londra'da tuttıkları sterlin rezervleri ile kendi aralarında ödemeleri göreceli bir kolaylıkla gerçekleştiriyor, bölge dışına ödemelerini ise sıkıca kısıtlıyorlardı. Bu ülkelerin çoğu İngiliz sömürgelerinden oluşan İngiliz Uluslar Topluluğu (British Commonwealth) ülkeleri idi. İngiltere ise parasını serbest dalgalanmaya bırakmış ancak ortaya çıkabilecek aşırı dalgalanmaları önlemek üzere bir 'kambiyo denkleştirme fonu' kurmuştu. Diğer ülkeler, paralarını sterline bağladıklarından, sterlinin değerini istikrarlı tutmak gerekiyordu.

Fransa'nın öncülüğünü yaptığı ufak bir grup ülke (İsviçre, Belçika ve Hollanda) ise paralarının altına bağlılığını sürdürdüler. Bunlar da "altın bloku" nu oluşturuyordu.

⁵ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitapevi, Bursa, 2000, s.560.

Bir grup ülke de paralarını Amerikan dolarına bağlamış, böylece “dolar sahası” ortaya çıkmıştı. Almanya’nın önderliğinde, çoğunluğunu geliştirmekte olan ülkelerin oluşturduğu bir başka ülke grubu da kambiyo denetimi uygulayarak paralarının konvertibilitesini kaldırmışlardı.⁶

1930’lu yıllardaki rekabetçi devalüasyonlar sonucunda, ne döviz kurlarının serbestçe dalgalandığı bir sistemin, ne de devalüasyon kararlarının kolaylıkla alındığı sabit kur sisteminin, uluslararası ticaretteki gerilemeyi önlemeye yetmediği tüm ülkeler tarafından kabul edilmişti. 2. Dünya Savaşı sonrası, Almanya, İtalya ve Japonya’ya karşı savaşan ülkeler bu noktadan hareket ederek, Bretton Woods’da yeni bir uluslararası para sisteminin oluşturulması konusunda biri J.M. Keynes tarafından diğeri ise ABD’li Dexter White tarafından ileri sürülen iki planı tartıştılar.⁷ Sonuç olarak, denkleştirme sorunu açısından daha fazla yenilik getirmesine rağmen, Keynes Planı, Bretton Woods Konferansında kabul görmemiştir.

ABD Hazine bakanı Henry Morgenthaf’ın baş danışmanı olan H.D. White ve arkadaşlarının hazırladıkları White Planı, Bretton Woods sisteminin temelini oluşturmuştur.⁸

Bretton Woods sisteminin temel amacı, kısa dönemli dalgalanmalar karşısında sabit kurların korunabilmesini sağlayacak bir kurallar dizisinin yaratılması şeklinde ifade edilebilir. Bretton Woods çerçevesinde döviz kurlarındaki değişme, sadece uzun dönemde ve ödemeler dengesi bilançolarının sürekli açık ya da fazla vermeleri durumunda gündeme gelecekti. Ayrıca yine Bretton Woods’ da anlaşan ülkeler, bu tür bir döviz kuru değişmesinde bir dizi rekabetçi devalüasyonlar zincirinin oluşmamasını sağlayacak bir mekanizmanın gerçekleştirilmesini de amaçlamaktaydılar.⁹

Toplantılarda birbirinin “ikiz kardeşi” kabul edilen iki yeni kuruluşun kurulmasına karar verildi. Bu kuruluşlar, Uluslararası Para Fonu (IMF) ile Dünya Bankası idi. Birincisi uluslararası mali ilişkileri düzenlemek, ikincisi de önceleri savaşta yıkılan

⁶ Seyidoğlu, a.g.e., s.7-8.

⁷ Parasız, a.g.e., s.562.

⁸ S. Rıdvan Karlık, *Uluslararası Ekonomi*, İstanbul, Beta Yayınları, 2003, s.514.

⁹ Parasız, a.g.e., s.562.

Avrupa ekonomilerinin onarımı, daha sonra da az gelişmiş ülkelerin kalkınması amacıyla mali yardım sağlamak üzere görevlendirilmişti.

IMF, fiilen 1946 yılında faaliyete geçti. Yeni sistemin uygulanmasından sorumlu olması dolayısıyla Bretton Woods sistemi, IMF sistemi veya öngörmüş olduğu kur düzenlemelerinden ötürü **ayarlanabilir sabit kur sistemi** (adjustable peg) olarak da adlandırılmıştır. 1946 yılında uygulamaya başlanan bu sistem 1973 yılında yıkılmıştır.¹⁰ Sistemin temel özellikleri aşağıda özetlenmiştir:

- i) dünyadaki çeşitli ülkelerin para otoriteleri tarafından tutulan ABD doları, ABD hükümetince sabit bir fiyat üzerinden, yaklaşık 1 ons altın = 34,92 dolardan altına çevrilebilecekti.
- ii) ABD dışındaki ülkeler, kendi paralarının dolara karşı fiyatını saptayacaklardı. Bretton Woods sistemine bu özellikleri nedeniyle **altın-döviz standardı** adı da verilir.
- iii) Nihai rezerv olan altın rezerv olarak tutulan paralar (dolar ve sterlin), doğrudan ve dolaylı olarak altınla değiştirilebilecekti.¹¹

Sistem önceleri göreceli olarak iyi işledi. Fakat 1950'lerin başında dünyada bir "dolar kıtlığı" (dollar shortage) dönemi yaşandı. Ayrıca ABD'nin dış ödeme açıklarının giderek büyümesi ile birlikte dolara duyulan güven de azalmaya başladı. 1960'ların başlarında spekülâtörler, dışarıdaki dolar rezervlerinin ABD'nin altın stoklarını aştığını görerek, dolardan kaçıp altına hücum etmeye başladılar. Bunun üzerine 1960'ın Ocak ayında ABD ve diğer sanayileşmiş ülkelerin katılımı ile Londra altın fonu kuruldu. Görevi, Londra piyasalarında spekülâtif talebi karşılamak üzere İngiliz merkez bankasının yapacağı altın satışlarında (dünyanın en büyük altın borsasının Londra da olması nedeniyle) ona yardımcı olmaktı. Özellikle ABD, resmi kaynaklardan özel spekülâtörlere altın satarak altının özel piyasa fiyatını da ons başına 35 dolarda sabit tutmak istiyordu.

Ancak ABD'nin resmi altın rezervlerindeki büyük erimeye karşın spekülasyonun durmaması sonucu 1968'de Altın Fonu dağıldı. Altın konusunda ikili bir fiyat sistemi benimseniyordu: resmi altın fiyatları eski düzeyde sabit tutulurken, özel piyasa fiyatları

¹⁰ Seyidoğlu, a.g.e., s.8.

¹¹ Parasız, a.g.e., s.562.

arz ve talep koşullarına bırakılıyordu. Böylece Amerikan doları gerek altın, gerekse Alman markı ve Japon yeni gibi paralar karşısında aşırı değerlenmiş bir para haline gelmişti.

Washington da Simithsonian Institute de toplanan Onlar Grubu üyeleri, paralarının değerini belirli oranlarda yükseltmeyi kabul ettiler. Böylece 18 Aralık 1971 tarihli Smithsonian kur ayarlamaları ile dolar büyük paralar karşısında ortalama yüzde 9 oranında devalüe edildi. Altının resmi fiyatı 35 dolardan 38 dolara çıkartıldı ve “altın penceresinin kapatılması” onaylandı. Bu arada diğer bir değişiklik de ulusal paraların dolar paritesi etrafındaki dalgalanma marjının her yönde yüzde 1’den yüzde 2.25’e çıkartılmasıdır.

Smithsonian kur ayarlamaları, uluslararası piyasalarda dolardan kaçıışı durduramadı. 1973 Şubat’ında dolar bir kez daha spekülâtif baskı altına girdi ve bunun sonucunda yeniden yüzde 5 oranında devalüe edildi. Bu ikinci devalüasyonla birlikte altının resmi fiyatı da 38 dolardan 42.2 dolara yükseltildi.

Sonuçta spekülasyonun yine durmaması üzerine 1973 Martı başında Avrupa döviz piyasaları iki hafta süreyle kapatıldı. 16 Mart 1973’de borsalar açıldığında Avrupa Topluluğu ülkeleri yeni aldıkları kararları bütün dünyaya duyurdular. Bundan böyle bu ülkeler paralarını sabit kurlardan birbirinin paralarına bağlarken, dolar karşısında ayrı ayrı dalgalanmaya bıraktılar. Diğer büyük ülkelerin paraları da zaten o zamana kadar dolara karşı dalgalanmaya bırakılmıştı. Böylece 1946’da uygulanmasına başlanan sabit kurlu Bretton Woods sistemi bu tarihte yıkılmış oluyordu.¹²

Bretton Woods sisteminin çöküş nedenleri kısaca; ABD ödemeler bilançosu açıkları, serbest özel sermaye hareketleri ve doların aşırı değerlenmiş olması olarak özetlenebilmektedir.¹³

Bretton Woods sisteminde reform müzakereleri 1971 yılının sonlarında başlamış ve bu müzakereler 1972 yılının Eylülünde “Yirmiler Komitesi” nin oluşturulmasıyla sürdürülmüştür. Yapılacak değişikliklerin kaleme alınması 1974 yılı Eylül ayında Intern Committe tarafından başlatılarak 1976 yılı Ocağında yapılan Jamaika oturumunda

¹² Seyidoğlu, a.g.e., s. 10-12.

¹³ Parasız, Ulular arası Para Sistemi, s.140

varılan sonuçlar ve IMF statüsünde yapılan değişiklikler ortaya konulmuştur. 1 Nisan 1978 tarihinden başlamak üzere yürürlüğe giren Jamaika düzenlemeleri IMF sistemi içinde esnek kurları yasallaştırmaktaydı.¹⁴

Jamaika antlaşması sonucunda, gözetimli dalgalanma meşrulaştırılarak fiilen ayarlanabilir sabit kur sistemine son verilmiştir. Böylece bir ülke, parasının dış değerini: SDR ve altın dışında diğer bir para sepetine göre sabit bir şekilde tanımlayabileceği gibi, SDR veya ECU çerçevesinde bir sepete bağlayabilecek veya serbest döviz piyasasında parasını serbest bir şekilde dalgalanmaya bırakabilecekti.

Sabit kurlu Bretton Woods sisteminin 1973 Mart ayında yıkılmasından ve 1978 yılında IMF Ana sözleşmesinin ikinci defa değiştirilmesinden sonra Dünya ekonomisinde, devlet müdahalesinin asgari seviyede olduğu dalgalı kurlar ile milli parayı yabancı bir para veya paralar sepetine bağlayan sabit döviz kurları arasında kalan döviz kuru sistemleri geçerlilik kazanmıştır.

Diğer bir uluslar arası girişim ise 1979'da Avrupa Para Sistemi'nin yaratılmasıydı. Bu, özünde Yılan'a dahil olan İskandinav paralarıyla Yılan'ın yeniden organizasyonuydu. Bu gelişmeler yaşanırken dolar baskı altında kalmaya devam etti. Ayrıca Ortadoğu'daki istikrarsızlık nedeniyle dolar faiz oranı çok yüksek tutuldu ve % 20'ye kadar çıktı.

Bu tarihlerden günümüze kadar uluslar arası mali piyasa uluslar arası önemdeki politik gelişmelerden ve değişik ülkelerde değişik zamanlarda alınan bazı ekonomik önlemlerden etkilenerek istikrarsızlığını sürdürdü.

1980'li yıllarda uluslar arası mali piyasalardaki birbirini besler nitelikteki bu gelişmeler şöyle sıralanabilir:

- uluslar arası mali piyasalar içinde sermaye piyasalarının öneminin artması,
- kısıtlayıcı kuralların kaldırılarak piyasaların serbestleştirilmesi,
- yeni mali araçların ortaya çıkarak hızla yaygınlaşması,
- para ve sermaye piyasalarındaki ayırımın azalması,
- banka ve diğer mali kuruluşların kendi ülkeleri dışındaki faaliyetlerinin

¹⁴ Parasız, a.g.e., s.571.

yoğunlaşması.

1.2. Finansal Liberalleşme ve Yeni Ekonomik Düzen

Ulusal ve uluslararası finansal sisteme ilişkin düzenlemeler, günümüzde dünyadaki devletlerin temel sorunları arasındadır. “Finansal Liberalizasyon” olgusu da geçtiğimiz yüzyılın son çeyreğinden itibaren birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin ekonomilerinde uyguladığı bir yöntem olmasının yanı sıra, kimilerince son dönemlerde ortaya çıkan ekonomik, siyasal ve yönetsel kriz zincirlerinin nedeni olarak gösterilmektedir. Finansal liberalizasyon; genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir.

Finansal küreselleşme olgusunun ortaya çıkmasında, çok taraflı parasal işbirliğini öngören IMF'nin çalışmaları sonucunda uluslararası para sisteminin II. Dünya Savaşı sonrasında aldığı şekil (paraların konvertibiliteye sahip olmaları), Dünya Bankası ve konsorsiyum bankaları gibi kuruluşların büyük çaplı sermaye yatırımı gerektiren projeleri desteklemeleri, doların 1973'teki devalüasyonu sonucunda kurların dalgalanmaya bırakılması ve teknolojide yaşanan gelişmeler etkili olmuştur. Bunların dışında reel sektördeki ve dünya ticaretindeki gelişmeler, Çok Uluslu şirketlerin yatırımlarındaki artış, menkul kıymetlendirme (securization), finansal araçların çeşitliliğindeki hızlı artış (future, option ve swap gibi), mevzuatın hafifletilmesi ile politik, kurumsal ve teknik etkiler de rol oynamıştır.¹⁵

Üzerinde yapılan tartışmaların hala devam ettiği **finansal liberalizasyon kuramı**'nın temeli Stanford Okulunun tanınmış iktisatçılarından McKinnon (1973) ve Shaw'un(1973) çalışmaları ile oluşturulmuştur. Bu kuram, Neo-Klasik Finans Kuramının gelişmekte olan ülkelere uyarlanmış versiyonu olarak nitelendirilebilir. Finansal liberalizasyon kuramı, tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımının düzenlenmesi

¹⁵ Serap Durusoy, 'Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri', DTM, s.7
<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>, 16.06.2006.

gerektiğinden ve faiz oranlarının ülkeler arasında eşitleneceği varsayımından hareket etmekte, “finansal baskının kalkmasının ve finansal derinleşmenin sağlanmasının etkin kaynak dağılımını sağlayacağını ve ekonomik gelişmeyi hızlandıracağını” iddia etmektedir.¹⁶

Geleneksel görüş, finansal liberalizasyona başlanmadan önce makro ekonomik istikrara (yani mali açığın GSYİH'nın %5'inin altında olması ve enflasyonun %10'dan düşük olması), ticari liberalizasyona ve daha güçlü ve ölçülü düzenlemelere vurgu yapar. Ayrıca sermaye akımlarının olması durumunda, finansal liberalizasyona başladıktan en az iki yıl sonrasına kadar sermaye kontrollerinin korunması şeklinde de yorumlanır.

Literatürde ticari reform, finansal sektör reformu için en önemli reel sektör önkoşullarından biri olarak tanımlanmaktadır. Deregüle edilmiş bir finansal sistem, fonları en kârlı oldukları endüstrilere kanalize edecektir ve fiyat sistemi, yoğun korumanın beraberinde getirdiği yanlış yönlendirilmiş (distorted) teşviklerden çok, kıtlık hakkındaki doğru bilgiyi açığa çıkardığı zaman, bunlar sosyal olarak en çok arzulanır hale gelecektir.¹⁷

Bir diğer ilgili reel sektör reformu, kamu teşebbüslerinin yönetimi (veya bugünlerdeki haliyle özelleştirme) hakkındadır. Büyük ölçüde etkisiz, kamu mülkiyetindeki teşebbüslerin baskın olduğu bir ekonomide bankacılık sektörünün liberalizasyonu, özellikle bankalar kredi verme kararlarında devletin dolaylı yönlendirmesine (moral suasion, ahlaki korkutma - ikna yolu) konu olmaya devam ediyorlarsa, finansal araçların kredi portföylerinde fazla iyileşme ortaya çıkarmayabilecektir.

1.2.1. Uluslararası Dış Borç Krizi

1970'li yılların sonlarına gelindiğinde, gelişmekte olana ülkelerde başlayan dış borç servislerinin yerine getirilememesi olgusu yaygınlaşarak bir uluslararası borç sorunu haline dönüşmüştür. Bu tarihten sonra bir yandan borçlu ülkelerin borçlarını geri

¹⁶ John Williamson ve Molly Mahar, *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, Çev: Güven Delice, Liberte Yayınları, Ankara 2002, s.8.

¹⁷ A.g.e., s.49

ödeyebilme kapasitelerini arttırmaya yönelik çabalar yoğunlaşırken, diğer yandan bu çabaların bir uzantısı olarak, bu ülkelerde etkili dış borç yönetimi mekanizmalarının kurulması ve harekete geçirilmesi gerekliliği ilk defa yüksek sesle dile getirilmeye başlanmıştır.

Dış borç yönetimi ile ilgili tartışmaların ilk defa gündeme gelmesine neden olan borç krizi bir takım nedenlerin sonucu oluşmuştur; bu nedenler dış konjonktürel nedenler ve borçlu ülkelerin yapılarından kaynaklanan iç nedenler olarak kabaca iki başlık altında toplanabilir.

İkinci Dünya Savaşı sonrasında bir yandan Marshall yardımları diğer yandan Dünya Bankası'nın savaşta büyük yıkıntıya uğramış olan Batı Avrupa ülkelerinin imarı için sağladığı yardımlar, bu yardımlardan yararlanan ülkelere başlamak üzere dünya ekonomisinde görece bir canlanma süreci başlamıştı. Ayrıca 1944 yılında imzalanan Bretton Woods anlaşması konvertibil olan para cinslerine görece bir istikrar sağladı. Dış ticarete görülen serbestleşme eğilimi bu dönemin diğer bir olumlu özelliği olmuştur. 1970'li yılların ortalarına kadar süren bu genişleme ve refah döneminden gelişmekte olan ülkeler de yararlanmışlardır. Bu ülkeler dünya ticaretindeki bu gelişmeye paralel olarak ihracatlarını artırabilmişler ayrıca daha ucuz maliyetle bulabildikleri fonları da kalkınmalarının finansmanında kullanma şansı bulabilmişlerdir.¹⁸

Fakat bu olumlu konjonktür, 1970'lerin ortalarından itibaren tersine dönmeye başlamıştır. Bretton Woods sistemiyle getirilen sabit kur sistemi 1971 yılında son bulurken yaşanan petrol krizi sonrasında petrol fiyatlarının dört katına yükselmesiyle birlikte, tüketicilerden üreticilere doğru, dünya çapında büyük bir gelir transferi ortaya çıktı; petrol ithal eden ülkelerin dış ticaret hadleri (DTH)'nin hızla aleyhe, petrol ihraç eden ülkelerin DTH'nin ise hızla lehe dönüşmesi, bu transferin başlıca yolu oluyordu. Petrol ithalatçısı olan gelişmekte olan ülkeler bu gelir transferinde çifte vurgun yediler; nedeni, petrol fiyatı artışına ilaveten, zengin ülkelere ithal ettikleri sınai mamul fiyatlarının petrol fiyatı artışını yansıtmasıydı. Oysa, kendi ihraç malları olan hammaddeler ya da emek-yoğun basit mamuller rekabet şartlarında satıldığı için, oligopol piyasalarında fiyatları saptanan sermaye ve teknoloji yoğun sınai mamullerin

¹⁸ Müslim Sarı, *Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Yayını, Ankara, 2004, s.10-11, www.tcmb.gov.tr, 12.02.2006

olanaklarını kullanamıyorlardı. Bundan ötürü de, DTH'nin en şiddetli aleyhe döndüğü ülke takımı petrol ithalatçısı gelişmekte olan ülkeler oldu. Bunun dışında, petrol fiyatı artışının diğer etkilerinden biri de, enflasyonu tetikleyerek her yerde çift haneli rakamlara çıkarması ve petrol ithalatçısı ülkelerde şiddetli bir durgunluğun başlamasına sebep olmasındır.¹⁹

Ayrıca 1970'li yılların ikinci yarısından itibaren uluslararası kredilerin yapısında bir değişme yaşanmaya başlamıştır; ödünç verilebilir fonlar bir yandan resmi kalkınma kredilerinden özel kredilere doğru kayarken bir yandan da bu kredilerin faiz ve vade yapılarında gelişmekte olan ülkelerin aleyhine değişmeler ortaya çıkmıştır. İkinci Dünya Savaşı sonrasında 1970'lerin başlarına kadar uygulanana sabit kur sisteminin, bu tarihten sonra yerini dalgalı kur sistemine bırakması ve döviz cinsleri arasında meydana gelen çapraz kur farklılıkları da gelişmekte olan ülkelerin dış borç stokları üzerinde olumsuz etkilerde bulunmaya başlamıştır.

Petrol üreticisi ülkelerin uluslararası banka sistemine arz ettiği fonların ve gelişmekte olan ülkelerin borçlarının büyük ölçüde dolar cinsinden olması, ABD dolarında meydana gelen değişmeleri de önemli kılmaktadır. Bu yönüyle;

1974: Birinci petrol krizinin patlamasıyla dış ticaret hadlerinin şiddetle aleyhe dönmesi; Alman markı ve İsviçre frankının dolara karşı hızla değer kazanması;

1978: “petro-dolarları dolaşıma döndürme” politikasının yarattığı aşırı kısa vadeli borçlanmanın, Türkiye ile birlikte bir dizi gelişmekte olan ülkeyi (Arjantin, Zaire, Peru gibi) birlikte krize götürmesi; uluslararası bankaların GOÜ'e kredileri kısarken, faizleri yükseltmeleri;

1979 – 80: Petrol fiyatlarının tekrar reel sıçramaya geçmesi (%150), ABD'de para arzı kısılmasının dünya reel faiz hadlerini katlayarak artırması, tarım fiyatlarının tekrar çökmesi;

1982: Büyük borçlu Latin Amerika ülkelerinin borç ödeyemez duruma düşmesiyle dünyada “büyük borç krizi”nin patlaması, reel faiz hadlerinin tekrar yükselmesi;²⁰ “dünya borç krizi” diye anılan olayları meydana getirmiştir.

¹⁹ Gülten Kazgan, *Türkiye Ekonomisinde Krizler*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2005, s.137

²⁰ Gülten Kazgan, “Türkiye’de Ekonomik Krizler: (1929-2001) Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme”, 25-26-27 Eylül, DEGEV-Türkiye İş Bankası, s.3. <http://kazgan.bilgi.edu.tr/main.asp?p=makaleler>, 16.06.2006.

Dış borç sorunun ortaya çıkmasında dış etkenler kadar iç etkenlerin de rolü olduğu gerçeği yadsınamaz. Gelişmekte olan ülkeler, 1970’li yıllardan itibaren, gelişmeleri için gereksinim duydukları finansmanı dışarıdan aldıkları borç veya yardımlarla karşılamaya başlamışlardır. Mevcut gelir düzeyinin düşüklüğünden kaynaklanan iç tasarrufların yetersizliği, etkin vergi toplama yöntemlerinin geliştirilememiş olması ve ihracatın düşüklüğü büyüme için yapılması gerekli yatırımlar konusunda ihtiyaç duyulan finansmanın yurt dışından temin edilmesini gerektirmiştir.²¹

1.2.2. Uluslararası Finansal Akımların Serbestleşmesi

1970’li yılların sonu ve 1980’li yılların başında GOÜ’in birbiri ardına borç ödeyemez duruma gelmeleri uluslararası bankaları zor duruma düşürmüştü ve bu kaynaktan GOÜ’e aktarılan fonlar iyice azalmıştı. Oysa uluslararası piyasalarda fon bolluğu yaşanıyordu ve bunlara kârlı plasman alanı yaratmak gerekiyordu. Sermaye için rizikoyu azaltan, kârlılığı artıran yeni bir düzenleme, bu ülkelerin para ve sermaye piyasalarının geliştirilmesi ve küreselleşmesi yoluyla olabilirdi. Paraların konvertibl olması ve cari işlemlerin yanı sıra bütün sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi bu bağlamda ortaya çıkmıştır.²²

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesini üç değişik boyutuyla irdelemek gerekir.²³ Birincisi, finans kapital, yani akışkan fonlar halinde mali piyasalar arasında hareket eden kısa vadeli parasal sermaye; ikincisi, gittiği ülkede fiziksel yatırım yapan, istihdamı ve üretim kapasitesini genişleten dolaysız yabancı sermaye, bunlara, ikisinin melezi diye bakılabilecek bir üçüncüsü eklenmelidir; özelleştirilen Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) satın almak ya da borsada özel / tüzel şirketlerin en az %51 hissesini ele geçirmek yoluyla yapılan dolaysız yatırımlar. Küreselleşme, bu değişik biçimleriyle sermayenin ülke sınırlarını aşan hareketlerini devlet denetiminden arındırarak serbestleşmeyi kapsamaktadır..

Mart 1973’te sabit kur sisteminin terk edilmesinden sonra, ABD ve diğer bazı büyük ülkeler sermayeyi kontrol etmeyi bıraktılar. 1970’lerin başlarına kadar sermayeye getirilen kontroller, yabancıların söz konusu ülkede aktif satın alımlarını

²¹ Sarı, a.g.e., s.13-16.

²² Gülten Kazgan, *Küreselleşme ve Ulus-Devlet*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2005, s.129.

²³ A.g.e., s.172.

frenlemekteydi. Örneğin Almanya hükümeti yabancılara bankaların faiz vermesini yasaklamış ve yabancıların Almanya bankalarına verecekleri yeni kredilere vergi koymuştu. Ayrıca yabancıların Alman tahvili satın almaları yasaklanmıştı. Bu kontrollerin başlıca nedeni; ABD'den Almanya'ya doğru sermaye akışlarını sınırlayarak mark üzerinde oluşacak yukarıya, dolar üzerinde oluşacak aşağıya doğru baskıları önlemektir. Sermaye akımlarına getirilen kontrollerin ikinci nedeni, para arzı üzerindeki kontrolün olası kaybını engellemektir. Şöyle ki, büyük bir miktarda rezervin ödemeler bilançosu aracılığıyla ülkeye gelmesi durumunda ülkenin merkez bankası bunun para arzı üzerindeki etkisini sterilize edemeyecektir ve bunun sonucunda enflasyon oluşacaktır. Bu iki güdü, 1973 Mart'ından sonra az çok kalkmıştır.²⁴

Bu yıldan sonra bir çok ülke yurtiçine doğru sermaye akımlarını kontrol etmekten çok, ülke dışına doğru sermaye akımlarını kontrol etmektedir. Bu ülkeler, 1973'ten önceki ABD gibi ödemeler dengesi açıklarıyla ve paranın değer kaybıyla karşılaşan ülkelerdir. İngiltere'de 1979 yılına kadar sermaye akışlarını kontrol etmiştir. 1980'li yılların sonlarında on endüstrileşmiş ülke (Kanada, Almanya, İsviçre, Hollanda, İngiltere, Japonya ve ABD gibi) sermaye piyasalarını dışa açmışlardır. 1980'lerde endüstrileşmiş ülkelerden Fransa ve İtalya, efektif sermaye kontrollerini sürdürmüşlerdir. Ancak Fransa ve İtalya, Avrupa Para Sistemi'ne (EMS) dahil olduklarından güçlü paralara karşı (Alman markı) döviz kurlarını + %2.25 / - 2.25'lik bant içinde (İtalya için bant %6 idi) dalgalanmaya bırakırken, sermayeyi ülkede tutmak amacıyla faiz oranlarını da yükseltmişlerdi. Bu iki ülke izledikleri para politikalarında belli ölçüde bağımsız olmak istiyorlardı. Ancak bu ülkeler, faiz oranlarını tamamen yabancı faiz oranlarına bağlarsa bunun mümkün olmayacağını düşünüyorlardı. İşte bu nedenle, Fransa ve İtalya dışarıya doğru olan sermaye akımlarını kontrol etmiştir.²⁵

Ancak bu amaç zamanla geçerliliğini yitirdi. Hem sendikalı işçilerin "terbiye edilmesi" hem de içeride düşen kâr oranlarının dünya çapındaki olanaklardan yararlanarak artırılması, sermayenin küreselleşmesini gerektiriyordu.²⁶

²⁴ Başoğlu ve diğerleri, *Dünya Ekonomisi*, s.34

²⁵ A.g.e. s.35

²⁶ Kazgan, *Küreselleşme ve Ulus-Devlet*, s.175-176

Çünkü, her şeyden önce piyasa sinyallerine göre gerçekleşecek kaynak tahsisi, kıt ekonomik kaynakların dağılımında etkinliği artırarak, dünya üretimi ve refahının yükselmesine katkıda bulunabilecektir. Başka bir deyişle uluslararası sermaye, bu faktörün getirisinin, dolayısıyla verimliliğin düşük olduğu bölgelerden yüksek olduğu bölgelere doğru akacak, bu ise söz konusu faktörün dünya ölçüsündeki ortalama verimliliğini artırarak, dünya refahının artmasına katkı sağlayacaktır.²⁷

Özetle, finansal liberalleşmenin benimsenmesinde 1980'lere egemen olan iktisadi düşüncenin rolü büyük olmuştur. Neo-klasik teori bağlamındaki bu düşünce, yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağı temeline dayanmıştır. Bu düşünceye göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda tasarruflar sermaye darboğazı çeken ülkelere akacak, diğer bir deyişle ekonomik etkinliği geliştirerek büyüme ve istihdamı gerçekleştirmek için yurt içi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkeler faiz oranını yükselterek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları çekilecektir. Bu süreç gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları uluslararası faiz oranına inene kadar devam edecektir.²⁸

1.3. Finansal Liberalizasyonu Destekleyen ve Eleştiren Görüşler

Gelişmekte olan ülkelere yoğun şekilde uygulanan finansal kontrol ve kısıtlamalar, sonuçta makro ekonomik istikrarsızlığa neden olmakta ve bu istikrarsızlıklar, finansal sisteminin liberalize edilmesi gerektiği yolundaki görüşleri gündeme getirmektedir. Gelişmekte olan ülkelerle ilgili olarak bu yöndeki görüşleri gündeme getiren iktisatçıların başında, Ronald McKinnon ve Edward Shaw gelmektedir. McKinnon ve Shaw'ın gerçekleştirdikleri analizler, gelişmekte olan ülkelere uygulanan finansal kontrollerin, uzun dönemde ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkileri ile ilgilidir ve sonuçta, bu kontrollerin kaldırılarak, finansal sistemin liberalize edilmesi ile bu olumsuzlukların giderilebileceği sonucuna ulaşılmaktadır.

Bu konuyla ilgili analizlerde, finansal liberalizasyonu uygulamaya koyan istikrar programı süresince, kısa dönemde milli gelir üzerinde olumlu sonuçlar yaratacağı

²⁷ Halil Seyidoğlu, "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, İstanbul, Sayı:4, 2003, s.3.

²⁸ Serap Durusoy, a.g.e., s.5

sonucuna ulaşanlar bulunduğu gibi, gelişmekte olan ülkelerdeki finansal kontrollerin olumsuz etkilerini kabul etmekle birlikte liberalizasyon uygulamalarının kısa dönemde milli gelir kaybını arttıracığını öne sürenler de bulunmaktadır.²⁹

1.3.1. McKinnon – Shaw Modeli

McKinnon-Shaw finansal baskı politikalarını haklı gösteren Keynes ve Tobin'in yaklaşımına karşı; finansal baskının iktisadi büyüme ve kalkınmaya zarar verdiğini ortaya koyan teorik bir çerçeve ortaya koymuştur. McKinnon-Shaw tezi olarak bilinen yaklaşıma göre; liberilizasyon sonrasında, reel faiz oranlarındaki bir artış, tasarrufları teşvik ederek yurtiçi yatırımcılara yönelik kredi arzını genişleteceğinden ekonominin daha hızlı büyümesini ve kaynakların daha etkin dağılımını sağlayacaktır.³⁰

McKinnon-Shaw gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal baskı politikalarının, faiz oranları ve döviz kurları gibi finansal fiyatları bozduğunu; finansal olmayan varlıklarla karşılaştırıldığında finansal sistemin reel büyüklüğünü ve ekonominin büyüme hızını düşürdüğünü söylemektedir. Bütün bunların bir sonucu olarak da, finansal baskı stratejisi kalkınma sürecini olumsuz etkilemektedir.

McKinnon-Shaw modelinin önemli unsurları şunlardır:³¹

- a) tasarruf fonksiyonu hem mevduat faizleri hem de büyüme hızından pozitif olarak etkilenmekte;
- b) yatırım fonksiyonu reel kredi faizlerinden negatif ve büyüme hızından pozitif olarak etkilenmekte;
- c) idari olarak sabit tutulan reel faiz oranları piyasa denge seviyesinin altında tutulmakta;
- d) kullanılabilir kredi fiyat dışı tahsisat neticesinde verimsiz bir şekilde dağıtılmaktadır

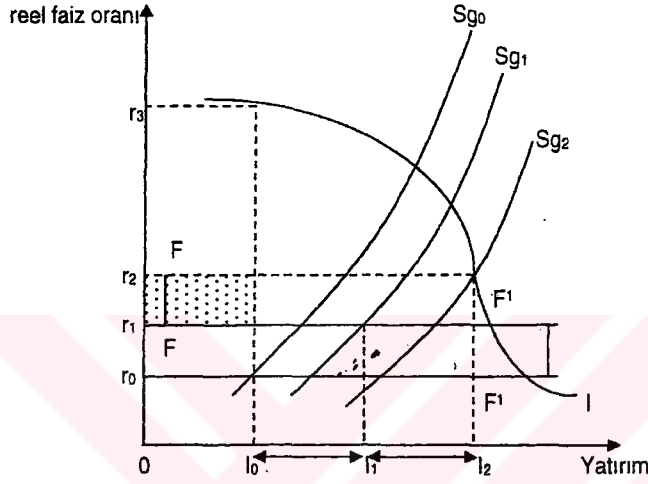
²⁹ Ufuk Başoğlu, Ali Ceylan ve İlker Parasız, *Finans Teori Kurum Uygulama*, Bursa: Ekin Kitabevi, 2001, s.539.

³⁰ Carmen M. Reinhart, Ioannis Tokatlidis, *Before and After Financial Liberalization*, University of Maryland and NBER, s.2. <http://www.wam.umd.edu/~creinhar/Papers/CR-efore%20and%20After%20Finan%20Lib.pdf>, 16.06.2006.

³¹ Uğur Emek, "Finansal Piyasalarda Serbestlemenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri", *Rekabet Dergisi*, sayı, 3, 2000, s.64-66

McKinnon ve Shaw tarafından analiz edilen gelişmekte olan ekonomiler, başlangıçta finansal sistemin kamu kesimine senyoraj yaratmak amacıyla kontrol edildiği ve daha sonra bu kontrolün finansal piyasalar üzerinde baskıya dönüştüğü ülkeleri ifade etmektedir. McKinnon – Shaw modelinin temel özellikleri Şekil 1.1’de görülmektedir.

Şekil 1.1: McKinnon-Shaw modeli



Kaynak: Başoğlu ve diğerleri, s.541

Modele göre: finansal kurumlar, tasarruf sahipleri ve girişimciler arasında, fon transferini gerçekleştiren araçlardır. Tasarruflar, reel faiz oranlarının pozitif bir fonksiyonudur ve (g_0) , (g_1) , (g_2) gibi çeşitli ekonomik büyüme hızlarını gerçekleştirecek tasarruf miktarları Sg_0 , Sg_1 , Sg_2 'dir. Ülkede uygulanan finansal kontroller nedeniyle, faiz oranları sabittir. Bu durum, reel faiz oranının piyasa denge düzeyinin altında kalmasına neden olmaktadır. FF doğrusu, finansal kontrolü temsil etmektedir. (r_0) düzeyinde sabit kalan reel faiz oranı ve bu faiz oranında yapılan Sg_0 tasarruf miktarı gerçekleştirebilecek fiili yatırımlar (I_0) ile sınırlıdır. İlk aşamada faiz oranı tavanı uygulamasının, sadece mevduatlara yönelik olduğu ve bankaların kredi faiz oranlarını serbestçe belirledikleri varsayılınsın. Böyle bir durumda, bankacılık sisteminden, kredi talebinde bulunan yatırımcılar (r_3) faiz oranı ile karşı karşıyadır. Bankaların mevduata ödedikleri ve kredilerden elde ettikleri faiz oranları arasındaki fark, bankaların mevduata ödedikleri faiz sabit olduğundan, faiz dışındaki rekabette kullanılacaktır. Örneğin; banka karları, yoğun olarak yürütülen reklam kampanyalarını, ya da en küçük

yerleşim birimlerinde bile açılacak yeni şubelerde çok şubeli bankacılığı teşvik edecektir. Bu yapıdaki bir finansal sistemde, enflasyon oranının yükselmesi, reel faiz oranlarının düşmesine sebep olacaktır.³²

Faiz oranlarına getirilen sınırlamalar ekonomide dört kanaldan tahrifata neden olmaktadır. Birinci olarak, düşük faiz oranları gelecek tüketimle karşılaştırıldığında cari tüketim lehine bir dürtü oluşturmaktadır. Bunun sonucu olarak, tasarruf hacmi sosyal açıdan olması gereken optimal düzeyinin altında gerçekleşebilir. İkincisi, potansiyel olarak borç verebilecekler tasarruflarını düşük faizli banka mevduatı yerine altın ve döviz gibi üretken olmayan araçlarla değerlendirme yoluna gidebilir ya da enformel piyasalarda (curb market) yatırım yapabilir. *Üçüncü olarak*, düşük faizle kredi alanlar göreceli olarak sermaye-yoğun projelere yatırım yapabilir. *Dördüncü olarak* da potansiyel olarak bankalardan kredi alacak girişimciler; piyasalar serbestçe işleseydi oluşacak yüksek kredi faizlerini karşılayabilecek kadar yeterli getirisi bulunmayan yatırım projelerinin sahiplerinden oluşabilir. Bankaların yatırım projelerini değerlendirme süreci bir rassallık (randomness) unsuru içerdiği sürece, kredi kullanabilen bazı yatırım projeleri piyasa faiz oranlarının dikte edeceği düzeyin altında bir kârlılık (verimlilik) oranına sahip olacaktır.³³

McKinnon ve Shaw tarafından incelenen finansal kontrol altındaki ekonomi için önerilen çözüm, faiz oranı tavanını yükseltmek veya enflasyon oranını düşürmektir. Uygulanan mevduat ve kredi faiz oranı tavanlarının tamamen kaldırılması, ortalama yatırım verimliliğinin yükseltilmesi gibi optimal sonuçlara ulaşılmasına olanak tanıyacaktır. Bu durum, şekilde I_2-r_2 dengesi ve (g_2) gibi daha yüksek bir büyüme oranı ile gösterilmektedir.³⁴

Finansal sistemin liberalize edilmesi, uygulanan finansal kontrol ve kısıtlamalar sonucunda meydana gelecek olumsuzlukları giderdiği görülmektedir. Fakat belirtmek gerekir ki başarılı bir finansal serbestleşme uygulaması için de beş ön şart bulunmaktadır.³⁵

³² Başoğlu ve diğerleri, *Finans Teori Kurum Uygulama*, s.540

³³ Emek, a.g.m., s.64

³⁴ Başoğlu ve diğerleri, a.g.e., s.543

³⁵ Emek, a.g.m., s.66-67

1–Uygun sağgörlü düzenleme (prudential regulation) ve ticari bankaların denetimi; yasal ve muhasebe standartlarında gerekli düzenlemeler,

2–Makul bir seviyede fiyat istikrarı,

3–Sürdürülebilir bir kamu borçlanma politikası ve mali disiplin,

4–Ticari bankaların kar maksimizasyonu amacıyla rekabetçi bir ortamda çalışması,

5–Finansal aracılık işlemi üzerinde açık ya da zımni bir şekilde ayrımcılık yapmayacak vergi sistemi.

1.3.2. Finansal Liberalizasyonu Eleştiren Görüşler

Yukarıda ele alınan ve faiz oranlarındaki serbestleşmenin ekonomiyi istikrara doğru yönlendirirken, olası üretim kayıplarını minimize etmek amacıyla kullanabileceğini belirten görüşlere karşı çıkan iktisatçılar, genellikle, yapısalci ekole mensup iktisatçılardır. Yapısalcıların hareket noktası, üretimde kullanılan emeğe ve hammaddeye yapılan ödemelerin, genellikle, kısa dönem borçlanma ile finanse edildiği ve bu yüzden faiz oranının üretim sürecinde değişken bir maliyet olarak kabul edilmesi gerektiğidir. Faiz oranlarında gerçekleştirilecek bir liberalizasyonla, firmaların işletme sermayesi maliyeti büyük oranda artacak, bu da faiz oranlarının kontrol altında tutulduğu duruma oranla, daha yüksek bir fiyat düzeyi ve/veya daha düşük bir üretimle sonuçlanacaktır. Bu sürece, döviz kurunun belirlenmesindeki serbesti de eklendiğinde faiz oranlarındaki liberalizasyonla ortaya çıkan arz şoku daha da şiddetlenerek, enflasyon oranını ve istikrara ulaşma sürecinde karşılaşılan kısa dönemli milli gelir kayıplarını önemli derecede arttırabilir.³⁶

Taylor (1983),³⁷ McKinnon-Shaw modelinin aksine, faiz oranlarındaki bir artışın ekonomide daralmaya neden olacağını ileri sürmektedir. McKinnon-Shaw modeli *iki varlık* (birincisi, altın ya da gayrimenkul gibi tasarrufu enflasyona karşı koruyan

³⁶ Başaođlu ve diğerleri, a.g.e., s.544

³⁷ Emek, a.g.m., s.66

varlıklar; ikincisi, para) üzerine çalışırken; bütün neo yapısalcı modellerde ve Taylor'un çalışmasında hane halkları varlıklarını mevduat, enformel piyasalar ve verimsiz varlıkları grup halinde temsil eden altın şeklinde (*üç varlıkta*) tutmaktadır. Mckinnon-Shaw modelinde paranın ikamesi mutlaka enflasyona karşı korumayı sağlayan verimsiz varlıklardan (altın, gayrimenkul vb.) gelmektedir.

Taylor (1983)'un modelinde, hane halkları tasarruflarını mevduat dışında, McKinnon-Shaw modelindeki altının yanı sıra kurumsal olmayan piyasalarda, piyasa faiz hadlerinden firmalara kredi vererek de değerlendirebilmektedir. Diğer bir deyişle, firmalar bankalardan kredi alabileceği gibi, kurumsal olmayan piyasalarda doğrudan tasarruf sahiplerinden de kredi alabilmektedir. Taylor modelinde paranın (mevduatın) ikamesi hem verimli olmayan yatırımlardan (altın ve gayrimenkul) hem de enformel piyasalardan gelmektedir. Taylor'a göre enformel piyasalar gelişmekte olan ülkelerde yaygın olan bir uygulamadır ve bir hayli rekabetçi bir yapıya sahiptir. Bu nedenle kurumsal olmayan piyasalar hayli önemli makroekonomik role sahiptir.³⁸ Kurumsal olmayan finansal piyasaların önemi, resmi piyasalarda gerçekleştirilecek bir serbestleşmenin etkisini anlamak açısından önemlidir. Resmi piyasalar üzerinde uygulanan kontrollerin kaldırılması ile yükselen mevduat faiz oranları, kurumsal olmayan piyasalardan fon çekmeyi gerçekleştirirse, ekonomideki toplam işletme sermayesi arzı ve dolayısıyla toplam milli gelir düşebilecektir.

³⁸ A.g.m., s.67

2. ÖDEMELER BİLANÇOSU, SERMAYE HAREKETLERİ ve DIŞA AÇIK EKONOMİDE PARA ve MALİYE POLİTİKASI

Bu bölümde, ödemeler bilançosunun sermaye ve finans hesabı içinde yer alan sermaye hareketlerinin ülke ekonomisi üzerindeki etkisinin daha iyi analiz edilebilmesi için öncelikle ödemeler bilançosu kalemlerine kısaca bakılacaktır. Daha sonra sermaye hareketlerinin serbest olduğu dışa açık bir ekonomide içsel ve dışsal dengenin nasıl sağlandığına değinilecek ve Mundell-Fleming modeli çerçevesinde para ve maliye politikalarının etkinliği tartışılacaktır.

2.1. Ödemeler Bilançosu

Yaşadığımız dünyada uluslararası ticari ve mali akımlar yönünde ülkeler giderek bütünleşmektedirler. Böylesine küreselleşen dünyada bir ülkenin dış ekonomik ve mali ilişkilerinin incelenmesi de büyük önem taşımaktadır.

Bir ulusun uluslararası ödemelerini yapabilmesi için döviz ihtiyacı duyduğu bilinen bir olgudur. Döviz meydana getiren işlemlerden en önemlileri de mal ve hizmet ihracatı, ülkeye yabancı sermayenin girmesi, tek taraflı transferlerden sağlanan gelirler ile altın ithalidir. Döviz, normal olarak ithalâtı karşılamak, yabancı ülkelere yatırım yapmak ve altın ithali karşılığında ödemelerde bulunmak için kullanılır. Bu işlemler arasındaki ilişkilerden dolayı da uluslararası para problemleri doğmaktadır.

Uluslararası muhasebe, devlet tarafından kullanılan ve o ulusun diğer uluslarla olan ekonomik işlemlerini özetleyen bir yöntemdir. Bu özet, ödemeler bilançosu olarak tanımlanır ve bir ülkenin belirli bir zaman süresi içinde dünyanın diğer ülkeleriyle olan dış ticaretini kapsar. Bir şirketin kâr ve zarar tablosu bütün müşterilerine yapmış olduğu satışları ve çeşitli kaynaklardan alışlarını gösterdiği gibi, aynı durum, bir ulusun uluslararası ticaretinin muhasebesinde de görülür. Ancak, bir ulusun diğer uluslarla yapmış olduğu ticaret bir bütün olarak ele alınmaktadır.

Ödemeler bilançosuna yönelik istatistikleri tutmanın asıl amacı, bir ulusun uluslararasıdaki yeri hakkında bilgi vermek, para ve mali politikaları hakkında yardımcı olmak, ticaret ve ödemelerle ilgili sorunları incelemektir. Bu yüzden ekonomide özel sektör, bu istatistikleri sadece dış ticaretin kapsamını incelemek için değil, aynı zamanda, dış ticaretin yönünü, yani kendi pazarlarının hangi ülkelerde olduğunu incelemek bakımından da kullanır.³⁹

2.1.1. Ödemeler Bilançosu Temel Hesapları

Ödemeler bilançosu (balance of payments), ana ülkede yerleşik gerçek kişi, işletme veya kurumların diğer ülkelerde yerleşik kişiler ile belli bir dönem içinde yürüttükleri ekonomik işlemlerin sistematik olarak tutulan kayıtlardır. Ödemeler bilançosu aylık, üçer aylık ve yıllık olarak hazırlanır. Birbirlerine olan benzerliklerine ve ekonomik etkilerine göre gruplandırılmış olarak kaydedilirler. Bu temel hesap grupları şunlardır: Cari işlemler hesabı, sermaye ve finans hesapları ve kayıtlardaki eksik ya da fazlaları denkleştirmek amacıyla kullanılan net hata ve noksan kalemi

2.1.1.1. Cari İşlemler Hesabı

Ülkenin uluslararası ekonomik işlemlerinden çok önemli bir grubu ülke milli hasılasının da bir bölümünü oluşturan cari işlemler hesabına kaydedilir. Cari hesaptaki önemli kalemler; mal ve hizmetler, gelirler ve cari transferler (karşılıksız transfer)'dir.

Cari işlemler hesabına giren işlemlerin bir bölümü mal ticaretini kapsamaktadır. Bunlar mal ihracatı ile mal ithalatıdır. İhracat alacaklı, ithalat ise borçlu bir işlemdir. Mal ihracatı ile mal ithalatının oluşturduğu farka "dış ticaret bilançosu" (foreign trade balance) adı verilmektedir. Dış ticaret bilançosu genellikle ekonomideki uzun dönemli yapısal değişmelerin, ya da rekabet gücünün bir göstergesi olarak yorumlanmaktadır.

Hizmetler bölümü ise, hizmet ihraç ve ithaline ilişkin gelir ve giderlerin kaydedildiği ana hesaptır. Bunlara "görünmez ticaret" (invisible trade) de denebilir. Örneğin, turizm gelir ve giderleri, haberleşme hizmetleri, uluslararası banka ve

³⁹ Harry G. Brainard, *Uluslararası İlişkiler*, Çev: Osman Tekok, Kalite Matbaası, Ankara, 1975, s.24-25.

sigortaların komisyon veya primleri, leasing bedelleri, yabancı danışmanlık ve mühendislik ücretleri, vs. bu tip ödemelere örnektir.

Gelirler hesabı çalışanların ücretleri, doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan elde edilen gelir ve ödenen tutarları içerirken, cari transferler, ekonomiye mal, hizmet ya da para girişi gerçekleştiği halde, bu girişler karşılığında kaynak çıkışının yaşanmadığı transferleri kapsar. Cari transferler bağış niteliğindeki işlemlerdir ve bir ödeme gerektirmezler. O yüzden bunlara "tek yanlı transferler" (unilateral transfers) de denebilir. Örneğin özel kişi veya hükümetlerin yabancılara gönderdikleri mal veya para şeklindeki yardımlar, hediyeler, aidatlar, vs gibi kalemler tek yanlı transferler olarak tanımlanmaktadır. Türkiye için bu grupta yer alan önemli bir kalem yurt dışında çalışan işçilerin anayurda gönderdikleri paralar (workers' remittances)'dır.

Tablo 2.1: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik İşçi Transferleri (1990-2004)

(milyar dolar)

değişim

	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2001-04
Gelişmekte Olan Ülkeler	31.3	56.7	76.8	84.6	99.0	116.0	125.8	41.2
Latin Amerika ve Karaipler	5.8	13.4	20.2	24.2	28.1	34.1	36.9	12.7
Güney Asya	5.6	10.0	16.0	16.0	22.3	26.7	32.7	16.7
Doğu Asya ve Pasifik	3.2	9.0	11.2	12.9	16.6	19.5	20.3	7.4
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	11.7	13.0	13.5	15.2	15.5	16.8	17.0	1.8
Avrupa ve Merkezi Asya	3.2	8.1	11.0	11.4	11.5	12.8	12.9	1.5
Afrika	1.9	3.2	4.9	4.9	5.1	6.0	6.1	1.2

Kaynak: Global Development Finance 2005, s.28.

Başta fakir ülkeler olmak üzere GOÜ'e yönelik işçi transferleri söz konusu ülkeler için değerli bir finansal kaynak sağlamaktadır.

2003 yılında GOÜ'e yönelik işçi transferleri 17 milyar dolar artarak (%17) 116 milyar dolar olmuştur. 2004'te ise 10 milyar dolarlık artış ile (%8) 126 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2001-04 yılları arasında GOÜ'e yönelik işçi transferlerinde meydana gelen 41 milyar dolarlık artışın 17 milyar doları Güney Asya'da, 15 milyar doları Latin Amerika ve Karaippler'de ve 7 milyar doları Doğu Asya ve Pasifik ülkelerinde meydana gelmiştir.

İşçi transferlerinde artış özellikle Çin, Hindistan, Meksika, Pakistan ve Filipinler'de kuvvetli bir yapıya sahiptir. 2001-04 yılları arasında meydana gelen 41 milyar dolarlık artışın 31 milyar doları söz konusu beş ülke arasında meydana gelmiştir⁴⁰.

Sonuç olarak, cari işlemler hesabına kaydedilen tüm borçlu ve alacaklı işlemlerin bakiyesine cari işlemler bilançosu (balance of current transactions) denmektedir. Alacaklar ve borçlar toplamının birbirine eşit olmaması durumunda ise cari işlemler bilançosunda ya bir açık ya da bir fazla meydana gelecektir.⁴¹

2.1.1.2. Sermaye ve Finans Hesabı

Ülkenin dış alemle yaptığı her türlü mali sermaye ve dolaysız sermaye yatırımları, ödemeler bilançosunun sermaye ve finans hesapları bölümüne kaydedilir. Bu işlemler de kendi içinde bazı alt bölümlere ayrılmaktadır.

a. Sermaye Hesabı / Göçmen Transferleri

Bu hesap, borcun bağışlanması ve bir başka ülkeden (ülkemize) göç eden kişilerin yurtdışındaki varlıklarının aktarımına ilişkin tutarları içeren sermaye transferlerini kapsar.

b. Finans Hesabı

Ödemeler bilançosunun en önemli kalemi finansman (sermaye) hareketleridir. Özel ve kamu kuruluşları tarafından yapılan kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye akımları bu hesapta incelenir. Vadesi bir yıla kadar olalar kısa vadeli, vadesi bir yıldan uzun olanlar ise uzun vadeli olarak belirlenmektedir.

⁴⁰ The World Bank, Global Development Finance, Washington, 2005, s.29
www.worldbank.org 12 Şubat 2006

⁴¹ Seyidoğlu, Uluslararası Finans, s.23-24-25.

Finans hesapları sermaye şekline göre beş ana gruptan oluşur. Doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal türevler, diğer yatırımlar ve resmi rezervler ile IMF nezdindeki varlıkların yer aldığı rezerv varlıklardan oluşur.

Sermaye hareketleri temel olarak;

a) Fonksiyonlarına göre;

- i) Doğrudan yatırımlar
- ii) Portföy yatırımları
- iii) Diğer yatırımlar
- iv) Rezerv varlıklar

b) Sektörlerine göre;

portföy ve diğer yatırımlar kaleminde, borçluya göre;

- i) Parasal yetkili (Merkez Bankası)
- ii) Merkezi Hükümet (Hükümet ve ona bağlı teşkilatlar, mahalli idareler vb.)
- iii) Bankalar (Kamu ve özel bankalar)
- iv) Diğer sektörler (Kamu ve özel kuruluşlar)

c) Vadelerine göre;

Diğer yatırımlar kaleminde;

- i) Kısa vadeli (vadesi 1 yıla kadar olanlar)
- ii) Uzun vadeli (vadesi 1 yıldan uzun olanlar)

olarak sınıflandırılmaktadır. ⁴²

Doğrudan yatırım, yatırımcının yerleşik olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide yaptığı uzun vadeli yatırımı gösterir Burada yatırımcının amacı kuruluşun yönetiminde etkili olmaktır. Doğrudan yatırım kalemi, yabancı sermayenin yapıldığı ülke ve yabancı sermayeyi getiren ülke ayrımında, sermaye, kârın sermayeye katılımı, diğer sermaye olarak sınıflandırılmaktadır. Burada yatırımcı kuruluşun sermayesinde %10'dan (dahil) fazla paya sahip olması veya yönetiminde söz sahibi olması esastır.

⁴² TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleri İle Türkiye Uygulaması, s.9-10, www.tcmb.gov.tr, 16 Mayıs 2006.

Kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları ise genellikle devlet ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir.

Doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve rezerv dışında kalan diğer tüm sermaye hareketleri de 'diğer yatırımlar' bölümünde yer almaktadır. Bunlar kısaca; ticari krediler, krediler (nakit krediler), döviz mevcuatları ve mevduat hesapları, diğer varlık ve yükümlülükler olarak tanımlanabilirler.

Resmi rezervler ise gerektiğinde kullanılmak üzere merkez bankası tarafından tutulan uluslararası ödeme araçlarıdır ve merkez bankası bu araçları özellikle izlemiş olduğu politika gereğince döviz piyasasına müdahale amacı ile kullanır.⁴³

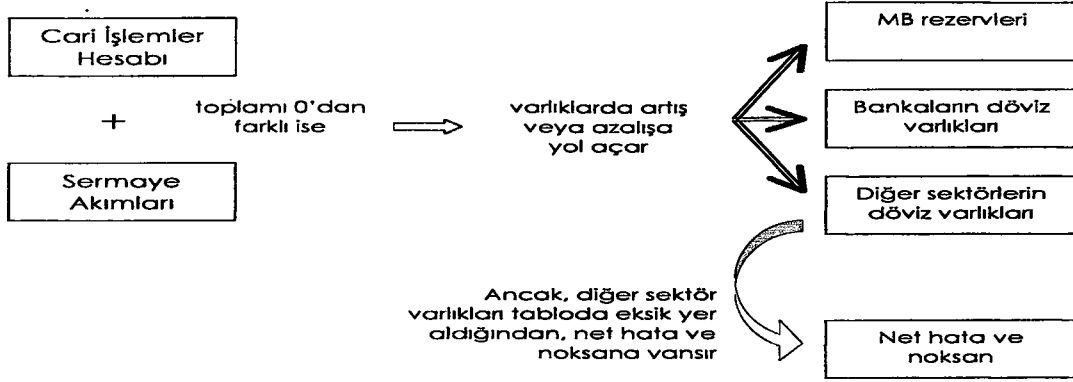
Sonuç olarak ödemeler dengesi tanımı gereği sıfıra eşit olmalıdır. **Cari işlemler dengesi + yabancılardan kaynaklanan net sermaye akımları + yerli aktörlerden kaynaklanan sermaye akımları + rezerv hareketleri = 0** olmalıdır.

2.1.1.3. Net Hata Ve Noksan Kalemi – Türkiye Örneği

Ödemeler dengesi tanımlaması çerçevesinde, rezerv varlıklar, bankaların döviz varlıkları ve diğer sektörlerin varlıkları sonuç kalemlerdir. Cari işlemler ve sermaye hareketlerinin toplamının sıfırdan farklı olması, varlıklarda değişime yol açmaktadır. Ancak, uygulamada, cari işlemler hesabı ile rezerv varlıklar dahil sermaye ve finans hesapları toplamı, çeşitli hata ve noksanlıklardan ötürü sıfırdan farklı sonuç verdiğiinden, şekil 2.1. de görüldüğü gibi ,söz konusu toplam ters işareti ile "net hata ve noksan" kalemine kaydedilerek ödemeler dengesi eşitliği sağlanmaktadır.

⁴³ TCMB, a.g.e., s.11

Şekil 2.1: - Cari İşlemler ile Sermaye Hareketlerinin Varlıklara Etkisi



Kaynak: Uğur Çıplak, a.g.m., s.3 .

Net hata ve noksan (NHN) oluşmasının sebepleri aşağıdaki gibi özetlenebilir;

- İthalat veya ihracat için malın hareketi ile ödemenin farklı bilanço dönemlerine yansımaları durumundaki zaman uyumsuzluğu,
- Gümrük işlemlerine ilişkin beyanat hataları,
- Ödemeler dengesindeki çeşitli kalemlerden elde edilen gelirlerin sistem dışına (yastık altına - kasalara) çıkarılması veya finansman esnasında sistem dışından kaynak kullanılması şeklindeki kayıt dışı işlemler,
- Bazı verilerin (turizm ve bavul ticareti) anketler yoluyla elde edilmesindeki hatalar.⁴⁴

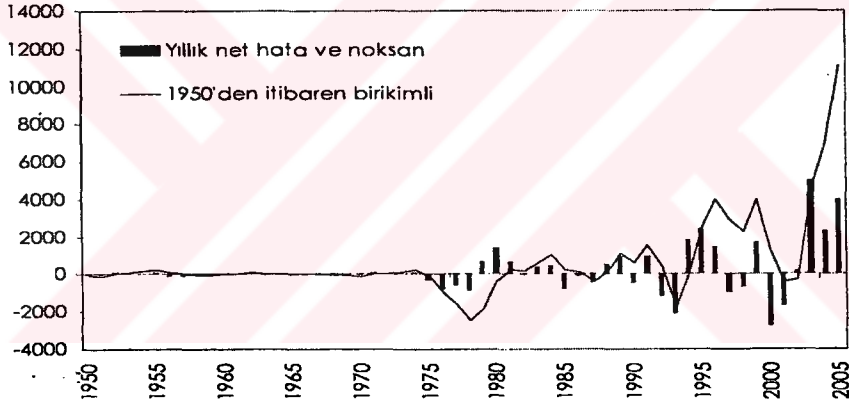
⁴⁴ Uğur Çıplak, Ödemeler Dengesinde Net Hata ve Noksan Kalemi Üzerine Bir Değerlendirme, TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Yapısal Analiz Müdürlüğü, Ankara, Kasım 2005, s.3, ([ftp://tcmb.gov.tr](http://tcmb.gov.tr)) 11 Şubat 2006

Türkiye Örneği

Ödemeler dengesi istatistikleri, 1950-1974 yılları arasında Maliye Bakanlığı, 1975 yılından sonra ise Merkez Bankası tarafından oluşturulmuştur. Şekil 2.2’de yıllık bazda 1950-2005 yılları için NHN serisi gösterilmektedir.

NHN verileri ve grafikte dikkati çeken nokta, ekonomide kriz yaşanan dönemlerde NHN’ın negatif, nispeten istikrarlı dönemlerde ise NHN’ın pozitif işaret alma eğiliminde olmasıdır. NHN’ın yurtiçi yerleşik özel sektör kaynaklı olduğu düşünüldüğünde söz konusu eğilimler, kriz veya diğer istikrarsızlık dönemlerinde özel sektörün döviz varlıklarını sistem dışına (yastık altına veya kayıt dışı yollardan yurtdışına) çıkarma eğilimine girdiğine, istikrarlı dönemlerde ise söz konusu varlıklarını sisteme dahil etme eğilimine girdiğine işaret etmektedir.

Şekil 2.2: Net hata ve noksan (yıllık, milyon \$)



Kaynak: Uğur Çıplak, a.g.m., s.5

2.2. İçsel ve Dışsal Denge

Bu bölümde ekonominin durumu (yükselme veya durgunluk) ile dış denge veya ödemeler dengesinde yer alan cari hesap ele alınacaktır.

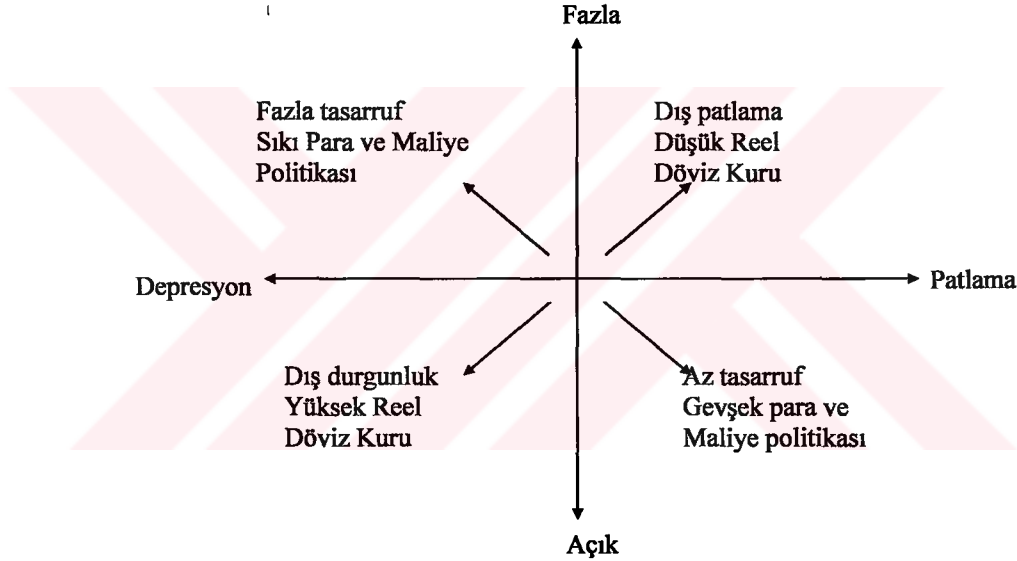
Yurtiçi üretim arzı ve talebini ele alındığında, eşitlik (1), mal piyasası için temel eşitliği göstermektedir.

$$Y=C+I+G (X-Z) \quad (1)$$

Yurtiçi üretim (Y) toplam talebe eşittir. Toplam talep ise tüketim harcaması (C), yatırım (I), devlet tarafından satın alınan mal ve hizmetler (G) ile ihracatın (X) ithalattan (Z) fazla olması anlamına gelen net ihracattan doğmaktadır. Eğer yurtiçi üretim talebi potansiyel üretime eşitse, firmalar tam istihdam üretim seviyesini gerçekleştirdiklerinden işgücü piyasasında işçilerin arz etmek istediği kadar emek talep ederler. Sonuç olarak, toplam talep tam istihdam seviyesinde iken bir ülke *iç dengeyi* gerçekleştirmiş olur.⁴⁵

Şekil 2.3'te içsel ve dışsal dengenin sağlanmasına yönelik olarak yükselme ve durgunluk ile cari işlemler hesabı fazlası ve açığının farklı bileşimleri gösterilmektedir.

Şekil 2.3: – İçsel ve dışsal denge



Kaynak: Begg ve diğerleri, s.506.

Ödemeler dengesinde cari hesap dengesi gerçekleştiği zaman ülke dış dengesini gerçekleştirmiş olur. Dışsal denge ile birlikte cari hesap dengeye gelmekle birlikte, döviz rezervi stokunun değişmesine yönelik uzun dönemli bir baskı olmadığından sermaye hesabına yönelik de devamlı bir akış (giriş) da söz konusu değildir. Sonuç olarak içsel ve dışsal dengenin bileşimi ekonominin uzun dönemli dengesini vermektedir.

⁴⁵ David Beg, Stanley Fischer, Rodiger Dornbusch, **Makro İktisat**, Ed: Vildan Serin, Alkım Yayınları, İstanbul, 2001, s.507

Şekil 2.3 ayrıca ekonominin kısa vadeli içsel ve dışsal dengeden uzaklaşabildiği şokları da göstermektedir. Örneğin, şeklin sol üst diliminde yurtiçi durgunluk ile cari hesap fazlasının bileşimini göstermektedir. Buna, arzu edilen tasarruflardaki bir artış (tüketim fonksiyonundaki aşağıya bir kayma) veya sıkı para ve maliye politikasının benimsenmesine yol açabilir. Tasarruflardaki bir artış ve sıkı para ve maliye politikasının benimsenmesi, bir yurtiçi durgunluğa sebep olabileceği gibi toplam talepte bir düşüşe neden olacağından ithalat ta azalabilecektir. Benzer şekilde, reel döviz kurunda meydana gelecek bir artış ve uluslararası rekabet gücündeki bir azalma, ihracat talebini düşürürken ithalat talebini arttıracaktır. Net ihracattaki bir düşüş, şeklin sol alt diliminde görüldüğü gibi istihdam ve üretimde yurtiçi bir gerilemeye yol açarak hem bir cari hesap açığına ve hem de toplam talepte bir azalmaya yol açabilecektir.⁴⁶

2.3. Dışa Açık Makro Ekonomide Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği

Dünyada hiçbir ekonomi tamamen dışa açık ya da tamamen dışa kapalı değildir. Dolayısı ile bütün ekonomiler dışsal şoklardan farklı frekanslarda etkilenmektedirler. Dışsal şoklar ve etkileşimin ülkeler arasında farklılık göstermesi sebebi ile uygulanan para ve maliye politikaları da etkinlik açısından farklılık göstermektedir. Dışa açık bir ekonomi, dışa kapalı ekonomiye göre; faiz, döviz ve hisse senedi piyasalarındaki aşırı oynaklıklardan kriz unsuru yaratabilecek seviyede etkilenebilmektedir. Kırılganlığın yarattığı kriz ortamına çözüm oluşturacak para ve maliye politikalarının etkin olmasının önemi bu noktada kendini göstermektedir.⁴⁷

Bu bölümde içsel amaç olarak tam istihdamın sağlanması ve dışsal olarak da ödemeler bilançosu dengesinin sağlanması arasındaki çatışma üzerinde durulacaktır. Bu konuda bir çözüm önerisi Robert Mundell tarafından sunulmuştur. Robert Mundell genişletici bütçe politikasıyla kısıtlayıcı para politikası önerirken, para politikası göstergesi olarak faiz oranını, maliye politikası göstergesi olarak da tam istihdam bütçesini seçmiştir. Para politikası olarak para stokundaki değişimler, maliye politikası olarak da otonom devlet harcamaları göz önünde tutulmuştur.⁴⁸

⁴⁶ A.g.e., s.508.

⁴⁷ Afşin Şahin, 'Dışa Açık Ekonomilerde Para Politikalarının Etkinliği ve Sermaye Hareketleri Konularında Genel Bir İnceleme', Eylül 2004, s.11. (<http://sonbaski.com>) 11 Aralık 2005

⁴⁸ İlker Parasız, *Para Politikası*, Ezgi Kitapevi Yayını, Bursa ,1998, s.137.

2.3.1. Sabit Döviz Kuru Sisteminde Para ve Maliye Politikası

Eşitlik (1)'i kullanarak, uzun vadeli iç ve dış denge durumunu ayrıntılı bir şekilde öncelikle tartışmak yararlı olacaktır. Yurtiçi üretim, Y , tam istihdam seviyesine eşit olmalıdır. Dış denge durumunda, net ihracat $X-Z$, sıfıra eşit olduğundan para ve maliye politikasının hedefi, $C+I+G$ şeklinde arzu edilen harcamayı ifade eden yurtiçi talebin tam istihdam üretimine, (Y' ye), eşit olmasını sağlamaktır. Bu üretim seviyesinde ve dünyanın geri kalanındaki reel gelir seviyesinde ihracat ve ithalat talebini birbirine eşitleyen tek bir reel döviz kuru vardır. Daha yüksek bir reel döviz kurunda veya daha düşük bir uluslararası rekabet gücü durumunda, ithalat talebi ihracat talebini azaltacaktır. Dolayısıyla, iç ve dış denge ile uyumlu sadece tek bir reel döviz kuru vardır.

Sabit bir döviz kuru rejiminde veri döviz kurunu korumak için döviz piyasasına müdahale hükümetlere bırakılır. Bununla birlikte sabit bir döviz kuru rejiminde, ancak iç ve dış enflasyon oranları eşit olduğunda iç ve dış denge mümkün olacaktır. Aksi takdirde, reel döviz kuru uzun dönemde değişeceğinden ithalata göre ihracat da değişecektir.⁴⁹

2.3.1.1. Para Politikası

Hükümetin, denge gelir seviyesini arttırmak için Para Politikasına başvurduğunu varsayalım. Bu durumda genişletici para politikası uygulayacaktır. Fiyat ayarlaması yavaş işlediğinde, nominal para arzındaki bir artış, kısa dönemde reel para arzını artırır ve yurtiçi faiz oranlarının (r) düşmesine yol açar. Sermaye mobilitesi söz konusu olduğundan, r deki düşüş sermaye çıkışlarına ve bir ödemeler bilançosu açığının oluşmasına neden olacaktır. Bunun sonucu olarak döviz piyasasında döviz kuru değer yitirmeye başlayacaktır. Sabit döviz kuru sistemi geçerli olduğundan döviz kurunun değer kaybetmesine engel olmak için Merkez Bankası müdahale edecektir. Merkez bankası sahip olduğu rezervlerle ulusal parayı satın alacak ve böylece dolaşımdaki parayı azaltacaktır. Böylece reel para arzı azalacak ve faiz oranları artacaktır. Bu hareket, dış açığı besleyen sermaye çıkışları oldukça ve döviz kuru değer yitirdikçe

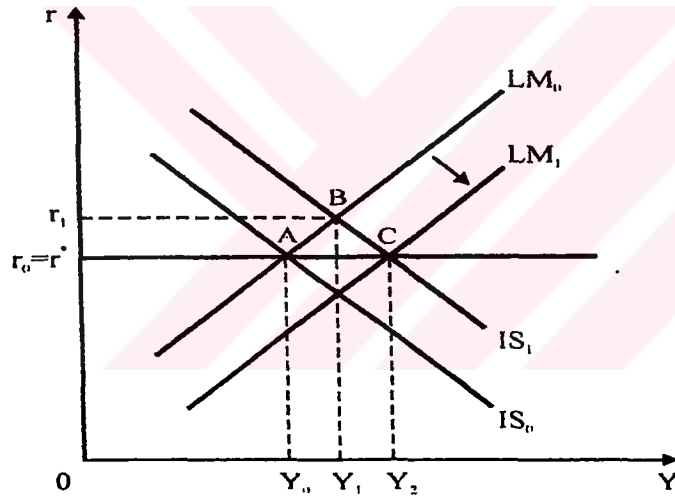
⁴⁹ Begg ve diğerleri, a.g.e., s.508.

devam edecektir. Bu sebeple, sermaye mobilitesi söz konusu olduğunda para politikası sabit bir döviz kurunda etkisizdir ve denge gelirini sürekli olarak arttırmak için yetersiz kalmaktadır.⁵⁰

2.3.1.2. Maliye Politikası

Sabit kur sisteminde maliye politikası daha etkilidir. Hükümetin uyguladığı politika çerçevesinde kamu harcamalarını artırdığını düşünelim. Şekil 2.4'te görüldüğü üzere kamu harcamalarındaki artış neticesinde IS eğrisi IS_0 dan IS_1 e kaymaktadır. Böylece ekonominin denge noktası A noktasından B noktasına geçmektedir. Gelir, kamu harcama çarpanı etkisiyle artarken, para piyasasında işlemlerdeki büyümeye bağlı olarak artan ek para talebi faiz oranının yükselmesine neden olmaktadır.

Şekil 2.4: Sabit Döviz Kuru Sisteminde Maliye Politikası



Kaynak: Başoğlu ve diğerleri, Dünya Ekonomisi, s.311.

Faiz oranının r_1 e yükselmesi yabancı sermayeyi yurtiçine çekecektir. Sermaye girişleri dış ödemeler fazlasını besleyecek ve döviz kuru değer kazanacaktır. Sabit döviz kuru geçerli olduğundan merkez bankası döviz kurunun değerlenmesini önlemek için sabit bir fiyat üzerinden ulusal parayla arz edilen tüm dövizini satın alacaktır. Böylece para arzını arttıracak ve LM eğrisi sağa kayacaktır. İçsel para arzı ulusal faiz oranıyla uluslararası faiz oranı eşitliğini sağlamasına kadar hareket devam edecektir. Böylece LM, LM_0 konumuna kayacak ve C noktasında yeni bir dengeye ulaşacaktır.

⁵⁰ Başoğlu ve diğerleri, Dünya Ekonomisi, s.310.

Başlangıçta çarpan etkisi (A'dan B'ye) döviz kurunun değer yitirmesinden kaçınmak için daha fazla para arzıyla takviye edildiği için maliye politikası etkindir. Kapalı ekonomide yeni denge noktası (B'de oluşmaktadır) daha yüksek faiz oranını ve dolayısıyla daha düşük özel yatırımı içermektedir. Bir diğer deyişle kamu harcamalarındaki artış özel sektör yatırımlarını dışlamaktadır (dışlama etkisi). Sabit kur sisteminde dışa açık bir ekonomide faiz oranı başlangıç düzeyine düşüncüye kadar para arzı arttırıldığından dışlama etkisi meydana gelmektedir. Sonuç itibariyle dışlama etkisinden yurt içinde kaçınılmakla birlikte, uluslararası planda dışlama etkisinden kaçınılmamaktadır. Dış ülkelerde yatırımları finanse edecek dünya tasarrufunun bir kısmı ülkeye çekildiğinden böyle bir politika izleyen ülkeler, ulusal yatırımların lehine diğer ülkelerdeki yatırımların ayağını kaydırmaktadır.⁵¹

Ayrıca genişletici maliye politikasının enflasyon ve özellikle gelir üzerindeki etkileri bekleyişlerin niteliğine bağlıdır. Genişletici maliye politikası bekleyişlerin uyarlayıcı olduğu bir esnek döviz kuru ekonomisinde gelirin ve enflasyonun kısa dönemde artmasına, uzun dönemde ise sadece enflasyonun yükselmesine yol açar. Buna karşılık bekleyişlerin rasyonel olduğu bir sabit döviz kuru ekonomisinde önceden açıklanan genişletici maliye politikası, gelir düzeyini hiç etkilemezken ($Y = Y_N$), enflasyon haddinin ise sadece mali genişlemeyi izleyen dönemde yükselmesine yol açar. Önceden açıklanmayan-sürpriz parasal genişleme ise, gelirin ve enflasyon haddinin kısa dönemde yükselmesine neden olur.⁵²

2.3.2. Esnek Kur Sisteminde Para ve Maliye Politikası

Yavaş ücret ve fiyat ayarlamasına sahip kapalı bir ekonomide, ekonomi sonunda tam istihdama veya iç dengeye yeniden kavuşmasına rağmen, hem para hem de maliye politikası kısa vadede reel etkilere sahiptir. Sabit döviz kurlarına sahip açık bir ekonomide, oldukça mobil (hareketli) olan uluslararası fonlar para politikasını kısa vadede etkisiz kılarken, maliye politikasının gücünü artırmaktadır. Dalgalı (değişken)

⁵¹ A.g.e., s.311-312

⁵² Erdal M. Ünsal, *Makro İktisat*, Turhan Kitapevi, Ankara, 2003, s.411.

döviz kurunda ise bunun tersi geçerlidir. Sonuç olarak; kısa vadede para politikası güçlü olmasına rağmen maliye politikasının gücü zayıftır.⁵³

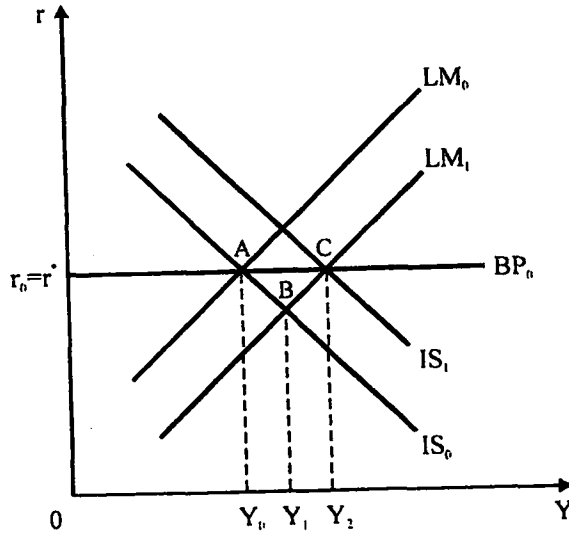
Sermaye mobilitesinin söz konusu olduğu bir ekonomide, dış ödemeler dengesizlikleri giderilinceye kadar döviz kurunun anında ve serbest bir şekilde ayarlandığı durumu ele alalım.

2.3.2.1. Para Politikası

Esnek kur sisteminde devletin kuru tutma zorunluluğu yoktur. Cari açık ve fazlayı sermaye hareketleri ve kurun ayarlanması denkleştirir. Başka bir deyişle esnek kur sisteminde otomatik mekanizma işler.

Şekil 2.5'te görüldüğü üzere genişletici bir para politikası dengeyi A noktasından B noktasına kaydıracaktır. Bu durumda faiz oranı düşecek ve sermaye çıkışları dış ödemeler açığına ve döviz kurunun değer kaybetmesine neden olacaktır. Bunun sonucu olarak ülke ürünlerinin fiyat rekabetinde iyileşme olacaktır. İhracat artacak ithalat azalacaktır ve net dış talep fazlası meydana gelecektir. Böylece IS eğrisi sağa, IS_0 'dan IS_1 'e kayacaktır.⁵⁴

Şekil 2.5: Esnek Kur Sisteminde Para Politikası



Kaynak: Başoğlu ve diğerleri, a.g.e., s.313

⁵³ Begg ve diğerleri, a.g.e., s.516.

⁵⁴ Başoğlu ve diğerleri, Dünya Ekonomisi, s.313.

Sonuç olarak sermaye hesabı açığını dengeleyici bir cari işlemler dengesi fazlası meydana gelecektir. IS eğrisinin sağa kayması, para talebini artırarak faiz oranını başlangıç düzeyine yükselmesini sağlayacaktır. Böylece yurt dışına sermaye çıkışı duracaktır. Sermaye hesabı açığı istikrar kazanacak ve cari işlemler fazlasıyla dengelenecektir.

Sabit kur sisteminde etkisiz olan para politikası esnek kur sisteminde yeniden etkili hale gelmektedir. Ayrıca belirtmek gerekir ki, esnek döviz kurunun geçerli olduğu ekonomide genişletici para politikasının enflasyon ve gelir üzerindeki etkileri de beklendiğinin niteliğine bağlıdır. Genişletici para politikası beklendiğinin uyarlayıcı olduğu bir esnek döviz kuru ekonomisinde hasılanın ve enflasyonun kısa dönemde artmasına neden olurken, uzun dönemde ise sadece enflasyonun yükselmesine yol açar. Buna karşılık beklendiğinin rasyonel olduğu bir esnek döviz kuru ekonomisinde önceden açıklanan genişletici para politikası hasıla düzeyini hiç etkilemezken ($Y=Y_N$), enflasyon haddinin yükselmesine yol açar. Önceden açıklanmayan (sürpriz) parasal genişleme ise gelire, sadece parasal genişlemeyi izleyen dönemde olumlu biçimde etkiler.⁵⁵

2.3.2.2. Maliye Politikası

Esnek döviz kuru rejiminde, faiz oranları değişikliklerinin döviz kuru ve rekabet gücü üzerindeki etkisi nedeniyle, toplam talebi etkileyen para politikası güçlü bir araç haline gelirken, maliye politikasının kısa dönem de etkinliği azalmaktadır.

Esnek kur sisteminin geçerli olduğu ekonomide hükümetin kamu harcamalarının düzeyini artırarak mali bir genişleme başlattığını varsayalım. Mali genişleme sonucu toplam talep ve faiz oranları artar. Daha yüksek faiz oranları gelen fonları çekmek için nominal faiz oranlarının aniden değerlendirilmesine yol açacaktır.

Kapalı bir ekonomide yüksek faiz oranları kısmen tüketim ve yatırım taleplerini azaltarak özel harcamaları kısarken, dalgalı kur sistemine sahip açık bir ekonomide, net ihracat taleplerinde sebep olduğu azalış nedeniyle mali genişlemenin kısa dönemde toplam talebi harekete geçirme gücünü daha da azaltır.⁵⁶

⁵⁵ Ünsal, a.g.e., s.410-411.

⁵⁶ Begg ve diğerleri, a.g.e., s.517

Faiz oranlarındaki azalmayla birlikte sermaye girişleri durmakta, sermaye hesabı fazlası istikrar kazanmakta ve cari işlemler dengesindeki eşdeğer bir açıklıkla denkleştirilmektedir. Sonuç itibarıyla yurt içinde maliye politikası etkin değildir. Kamu harcamalarındaki artış ihracatçı firmaların faaliyetlerindeki azalmayla denkleştirilmekte ve firmalar ithal mallarının rekabetiyle karşılaşmaktadır. Yatırımların finansal dışlama etkisi meydana gelmemektedir. Çünkü yoğun yabancı sermaye akımı faiz oranını başlangıç düzeyine geri döndürmektedir. Ancak döviz kurunun değerlenmesiyle uluslararası rekabete maruz olan ürünler üzerinde bir dışlama etkisi meydana gelmektedir.⁵⁷

Özetle, sermaye hareketlerinin serbest olduğu açık bir ekonomi için, sabit döviz kuru sisteminde maliye politikasının kullanılması, esnek kur sisteminde ise para politikasının kullanılması daha etkindir.

⁵⁷ Başoğlu ve diğeri, *Dünya Ekonomisi*, s.314.

3. ULUSLARARASI ÖZEL SERMAYE HAREKETLERİ VE MAKROEKONOMİK ETKİLER

İktisat teorisinde uluslararası özel sermaye akımlarının, sermayenin bol olduğu sanayileşmiş ülkelere sermayenin az olduğu gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleşmesi neticesinde kalkınmaya büyük bir katkı sağladığı ve sermaye girişi yaşanan ülkelerde konjonktür dalgalanmaları boyunca harcamaların düzleştirilmesine yardımcı olduğu öne sürülmektedir. Ayrıca likidite sağlama, teknoloji transfer etme (doğrudan yabancı yatırım yoluyla), riski dağıtma ve çeşitlendirme gibi fonksiyonlarının yanı sıra sorumsuz (yanlış) hükümet politikalarını da disipline edebileceği öngörülmektedir.

Ancak, ülkeler dışarıdan aşırı biçimde borçlandıklarında ve/veya yabancı tasarrufları verimsiz bir biçimde kullandıklarında ve/veya büyük ölçüde ülkeye borç yaratan sermaye girişleri olduğunda, bu durum makroekonomik istikrarı ve etkin kaynak dağılımını tehdit edebilmekte ve otoriteleri güç politika seçenekleriyle karşı karşıya bırakabilmektedir. Ayrıca son yıllarda meydana gelen gelişmeler bu standart teorisinin her iki etkisinin de gerçekleşmediğini göstermektedir. Özellikle son sekiz yıl boyunca GOÜ, gelişmiş ülkelere büyük miktarda kaynak transferinde bulunmuştur. Buna ilaveten GOÜ'e sağlanan özel sermaye akışları büyük ölçüde orta dereceli gelir grubundaki ülkelere yoğunlaşmakta, ufak ve düşük gelir grubundaki ülkeler için ise yetersiz kalmaktadır. İkinci olarak, GOÜ'e sağlanan özel sermaye akışları büyük ölçüde istikrarsız ve tersine çevrilebilir niteliktedir.⁵⁸

Ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereğini karşılama işlevini yüklenen sermaye hareketleri, son yıllarda bu işlevinden hızla uzaklaşarak, daha çok arbitraj kazancı kovalayan, spekülasyon nitelikli para hareketlerine dönüşmüştür.⁵⁹ Bunun sonucunda, bu hareketler kalkınma anlamında maliyetli bir para birimine (costly currency) ve mali krizlere sebebiyet veren önemli bir faktör haline gelmiştir. Özel sermaye hareketleri, düzleştirilmiş bir iç harcamadan çok, iç harcamanın daha istikrarsız bir nitelik kazanmasına neden olmaktadır.

⁵⁸ United Nation, *World Economic and Social Survey*, New York, 2005, s.73

www.un.org/esa/policy/wess/wess2005files/wess2005web.pdf, 15 Nisan 2006

⁵⁹ Taner Berksoy, Burak Saltoğlu, *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1998-58, İstanbul, 1998, s.10.

Bu bölümde GOÜ'de meydana gelen sermaye hareketlerinin her iki özelliği de tahlil edilmektedir. İlk olarak bu hareketlerin temel özelliklerine ve gelişim sürecine değinilecek ve daha sonra hareketlerin nedenleri, türleri ve makro ekonomi üzerindeki etkisi detaylı bir şekilde incelenerek finansal krizler üzerindeki etkisi tartışılacaktır. Son olarak verilen bu bilgiler ışığında sermaye hareketlerinde kısıtlamanın gerekliliği üzerinde durulacaktır.

3.1. Sermaye Hareketlerinin Nedenleri

Uluslararası sermaye hareketlerinin nedenleri noktasında iki farklı görüş bulunmaktadır. Sermaye girişini belirleyen faktörlerin görelî önemi üzerinde yoğunlaşan tartışmalarda bazı iktisatçılar, sermaye girişinin belirlenmesinde dış dünya koşullarının, yani uluslararası konjonktürün daha önemli olduğunu savunurken, bazı iktisatçılar, giriş yapılan ekonominin yapısının sermaye hareketlerini belirlemede daha önemli bir etken olduğu görüşündedirler.⁶⁰

Teoride sermaye hareketleri, yatırımcı için alıcı ülkenin riske göre uyarlanmış (risk-adjusted) yurtiçi getiri oranı, uluslararası getiri oranını aştığı zaman meydana gelir. Bu yönüyle sermaye hareketleri genellikle söz konusu dışsal olaylara içsel (endojen) bir yanıtıdır.⁶¹

Teoride sermaye hareketleri getiri oranı ile bağlantılı olarak belirtilmişse de, yabancı sermayenin bir ülkeye geliş nedenleri çeşitlilik göstermektedir. Bu nedenleri kısaca; **ekonomik, idari, yasal ve sosyo-kültürel yapı** kategorilerine göre sınıflandırmak daha uygun olacaktır. Çünkü uluslararası sermayenin yönünün belirlenmesinde, sermaye girişini etkileyen unsurlar toplu olarak değerlendirilmektedir.

3.1.1. Ekonomik Nedenler

Uluslararası sermaye girişinde ülkelerin ekonomik göstergeleri özellikle doğrudan yatırım kararlarında büyük etkiye sahiptir. Ülkelerin gösterdikleri hızlı ve istikrarlı reel

⁶⁰ Yasemin Türker Kaya, **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi, Türkiye Örneği**, DPT Yayın no, DPT 2487, Ankara, 1998, s.27.

⁶¹ Glenn Hoggarth and Gabriel Sterne, "Capital Flows: Causes, Consequenas and Policy Resfenses", Handbooks in Central Banking No.14, Bank of England, 1997, s.19, www.bankofengland.co.uk, 16 Nisan 2006.

büyüme, düşük faiz oranları, öngörülebilir enflasyon oranları, ılımlı dalgalanmalar gösteren döviz kuru ve daha da önemlisi istikrarlı maliye ve para politikaları uluslararası sermayenin yatırım aşamasında değerlendirmeye aldığı başlıca göstergelerdir.⁶²

Şekil 3,1’de sermaye akımlarının ekonomik nedenleri basitleştirilmiş bir şekilde gösterilmektedir. Birleşik çizgiler standart makroekonomik model çerçevesinde ana bağlantıları işaret etmektedir.

En üstte toplam arz ve toplam talep arasındaki denge gösterilirken, alt tarafta, birçok merkez bankası tarafından uygulanan para politikası çerçevesinde ana amaç halini alan fiyatlar ele alınmıştır. Böylece bu bağlantılar vasıtasıyla emek ve mal piyasaları arasındaki ilişki de gösterilmiş olmaktadır. Ayrıca şekle göre resmi faiz oranları yurtiçi talep ve döviz kuru aracılığıyla enflasyonu etkilemektedir.

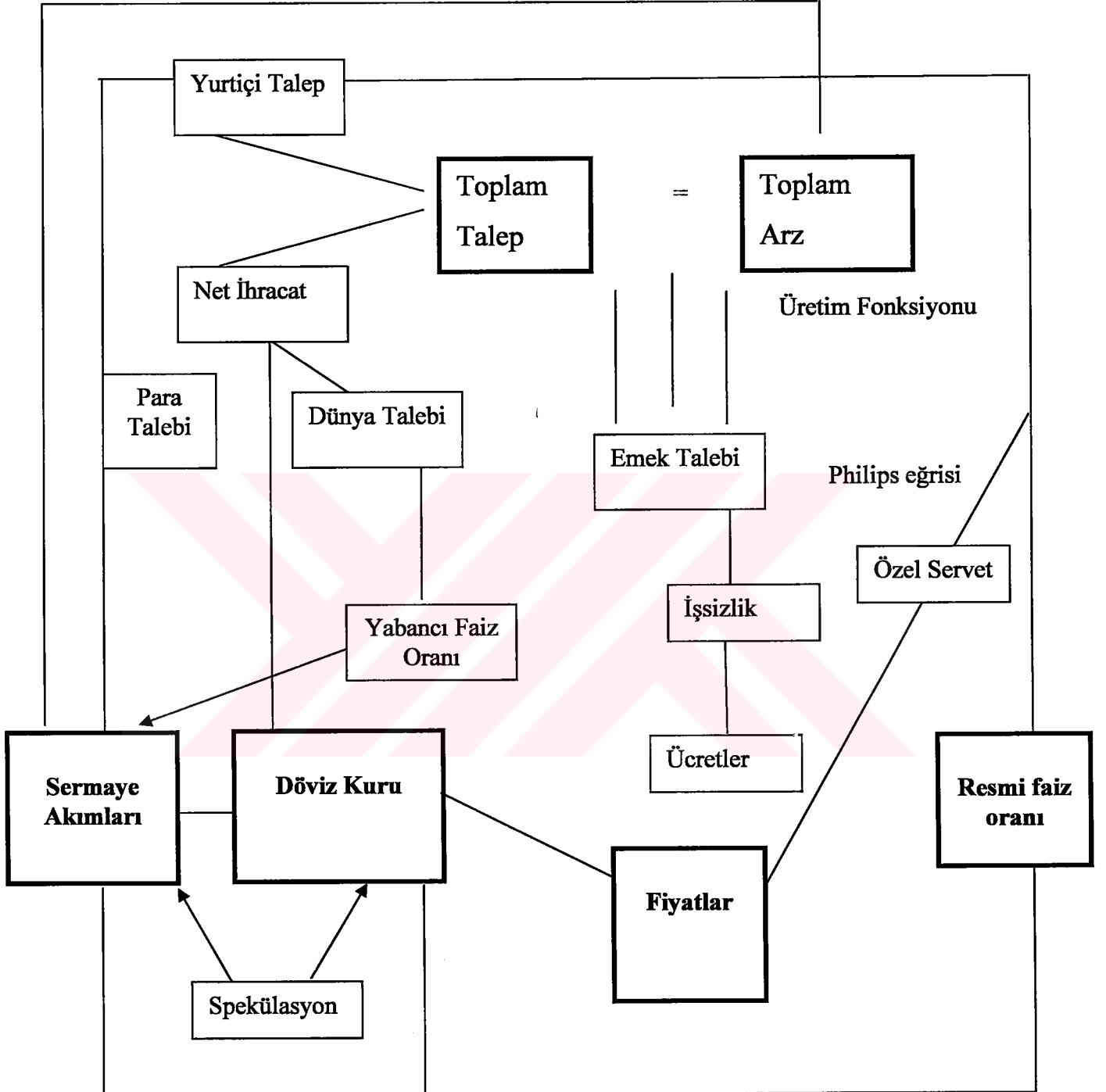
Finansal liberalizasyon, finansal yönden sınırlı firmalar ve hane halkı için daha fazla yatırım ve tüketime neden olmaktadır. Yurtiçi talepte meydana gelen artış, para talebini artırdığından, faiz oranları üzerinde yukarı doğru baskı oluşturduğu gibi, artan talep, emek talebini artırırken fiyatların da artmasına neden olacaktır.

Faiz oranlarında meydana gelen artış, artan getiri oranı nedeniyle, sermaye girişine neden olur. Sermaye girişi sonucu reel döviz kuru artarken, otoriteler döviz kurunun değerlenmesine engel olmazsa, yabancı mallar, yerli mallara göre nispeten daha ucuz hale gelecektir. Böylece yabancı mallara yönelik talep artarken, yerli mala olan talep azalacaktır. Bu durum yerli mallar ve emek piyasasında baskıya neden olacağından (akımların meydana gelmediği duruma göre) fiyatları düşürecektir. Fiyatların düşmesi, ülkede rekabeti artırarak üretimde etkinliğin sağlanmasına yardımcı olur. Ayrıca artan sermaye girişleri faiz oranlarını düşüreceğinden yatırımların da artmasını sağlayacaktır.

⁶² İstanbul Sanayi Odası, *Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Türkiye*, İSO Yayınları, No: 2002/1, İstanbul, 2002, s.23.

Şekil 3.1: Sermaye Hareketlerinin Nedenleri

Getiri Oranı



Kaynak: Hoggarth and Sterne, a.g.e., s.20

Fiziksel sermaye ithalatı ve yabancı teknik bilgi (knowhow) potansiyel arzın da artmasına neden olur. Potansiyel arzdaki artışlar sermayenin getiri oranını yükselteceğinden sermaye girişlerini cazip kılar. Bu girişler kısa dönemde potansiyel

arzdaki artışların daha hızlı gerçekleşebilmesini sağlayacaktır. Bu tür sermaye girişlerinin olmadığı durumda, faiz oranları yatırımı teşvik etmeyecek biçimde daha yüksek olmak zorunda kalacaktır ve/veya yurtiçi tasarrufların daha çok olmasını teşvik etmek zorunda kalacaktır

Sonuç olarak yatırımların artması ve üretimde etkinliğin sağlanması arz potansiyelinin artmasına da neden olur ve bu durum getiri oranını artırdığından akımları daha cazibeli hale getirir.

İçsel değişkenler sermaye akımlarında önemli olduğu gibi dışsal değişkenlerle de bu akımların belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Özellikle sermaye piyasaları liberalize edildikten sonra döviz kuru ve yurtiçi faiz oranları, yurtdışı finansal durumlarda meydana gelen kısa süreli değişimlere daha duyarlı hale gelmektedir. Bu bakımdan dünya talebi ve yurtdışı faiz oranları hem yurtiçi faiz oranlarının belirlenmesinde hem de sermaye akımlarının yönünün belirlenmesinde önemli etken olurlar. Örneğin 1990'larda GOÜ'e yönelik akımların artmasında başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının düşük olması etkili olmuştur.

Amerika gibi gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının düşük olması gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını iki kanaldan uyarmaktadır. Birincisi, diğer şeyler aynı iken, yurt içinde yatırım, yabancı ülkeye yatırım yapmaktan daha az cazip hale gelmektedir ki, bu varlık ikamesi kanalıdır. İkincisi, ya sözleşmeli borç ödemelerinin iskontolu şimdiki değerini azaltarak (örneğin, borç dalgalı faiz oranı taşıyorsa) ya da dış ödemeler için var olan kaynakların iskontolu şimdiki değerini arttırarak borçlu ülkenin kredi değerliliğini geliştirir. Bu da kredi değerliliği kanalıdır.⁶³ Kredi değerliliği dış borçlanmanın bir sonucu olarak gelişmiştir.

Uygulanan döviz kuru sistemi de sermaye girişi ve çıkışında önemli bir etkidir. Örneğin, sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkeler yatırımcılar için döviz kuru dalgalanması riskinin, en azından kısa bir dönem için, yatırımcılardan hükümete

⁶³ Morris Goldstein, *Coping With Too Much of a Good Thing, Policy Responses for Large Capital Inflows in Developing Countries*, Policy Research Working Paper 1507, The World Bank, September, 1995, p.7, <http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps1507-abstract.html> 15.06.2006.

transferinden dolayı, artan bir biçimde cazip olmuştur. Bu durum sabit döviz kuru uygulayan ülkelere sermaye girişini teşvik etmiştir.

Son olarak sermaye akımları ülke içinde meydana gelecek '**tetikleyici**' olaylara da oldukça duyarlıdır. Tetikleyici olaylar gelecekteki reel aktivite ve getiri oranı beklentilerinde bir artışı ifade edebilir. Tetikleyici olaylar kısaca; yabancı yatırımcıların daha yüksek kazançlar sağlamasına izin veren, riske göre ayarlanmış getiri oranında bir artışı belirten olaylardır. Bu olayların gerçekleşebilmesi için de, daha geniş bir para konvertibilitesine başlangıç, sermaye yatırımlarına yönelik sınırlamaların kaldırılması, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırım notunu yükseltmesi (Polonya 1984. Rusya 1996), IMF programlarına uyum ve Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)'ye kabul edilme olarak tanımlanabilir.⁶⁴

3.1.2. İdari İstikrar

Uluslararası sermayenin yatırım kararı sürecinde, hedef ülkeler açısından öne çıkan en önemli özelliklerden biri hiç şüphesiz idari istikrardır. Nitekim gelişmekte olan ülkeler arasında en fazla doğrudan yatırımı çekenler mercek altına yatırıldığında, başlıca ortak paydalarından birinin idari istikrar olduğu görülmektedir.

Burada 'idari istikrar' ile ne kastedildiği önemlidir. Uluslararası sermaye yatırımları kapsamında idari istikrardan bahsedildiğinde dar bir çerçeveden ibaret olan politik istikrardan ziyade yatırımlar açısından çok daha büyük önem arz eden devlet politikalarındaki devamlılık ve tutarlılık kastedilmektedir.

2001 yılında Dünya Bankası liderliğinde 80 ülkede yürütülen Dünya İş Ortamı Araştırması'nın (World Business Environment Survey) bir parçası olarak 150 Türk yatırımcı arasında yapılan ankette iş dünyasının enflasyondan sonra karşılaştığı en büyük engellerden birinin izlenen politikadaki istikrarsızlık ve belirsizlik olduğu sonucuna varılmıştır. Buna karşılık iktidardaki değişikliklere rağmen makroekonomik programların kaldığı yerden devam ettirildiği Çek Cumhuriyeti ile birbirini takip eden hükümetlerin uluslararası sermaye yatırımları karşısında benzer olumlu politikalar izlediği İrlanda, idari istikrar konusunda başarıyı yakalamış ülkelere örnek olarak

⁶⁴ Hogarth and Sterne, a.g.e., s.19-24.

gösterilebilir. İdari istikrarın sağladığı güven ortamı, bu ülkelerin özellikle doğrudan yatırımlar konusundaki performanslarında önemli rol oynamıştır.

3.1.3. Yasal Çerçeve

Günümüzde bir ülkenin uluslararası sermaye açısından çekim merkezi olabilmesi için öncelikle o ülkenin gerçek bir "hukuk devleti" olması bir zorunluluktur. Sağlıklı bir hukuk sisteminin bulunmadığı bir ülkede öngörülen ekonomik getiri yüksek olsa dahi iş ve yatırım açısından hukuki riskler söz konusu ise, uluslararası sermaye o ülkeye ancak yüksek "ülke riski primi" uygulayarak yatırım yapacaktır.

Bir ticari alacağın tahsil edilemediği, adaletin çok yavaş işlediği kanunların ve alınan mahkeme kararlarının etkin bir şekilde uygulanmadığı, evrensel hakların ihlal edildiği, uluslararası standartlara uygun olmayan kuralların işlediği, kanunların sık sık değiştiği ve geriye yürür kanunların çıkarıldığı bir ülkenin sermaye açısından bir cazibe merkezi olması oldukça zordur.

Uluslararası sermaye, yatırım sürecinin her evresinde hukuki güvenlik ihtiyacını hissetmektedir. Yatırım aşamasında her zaman kolay, masrafsız ve güvenilir bir şekilde yatırımını gerçekleştirebilmeyi hedefleyen uluslararası sermaye, yatırım gerçekleştiğinde ise elde ettiği kârı ve yatırım sona erdiğinde sermayesini yine kolay, masrafsız ve güvenli bir şekilde alabilmeyi istemektedir.

Sonuç olarak uluslararası sermayeyi çekmek isteyen ülkeler, hukuk sistemlerini bu gerçekler ışığında oluşturmak durumundadırlar.

3.1.4. Sosyo-Kültürel Yapı

Sosyo-kültürel yapı ve bu çerçevede gerçekleşen insan davranış ve değerleri ülke ekonomilerinin işleyişi ve performansı üzerinde önemli ölçüde etkili olmaktadır. Sosyo-kültürel yapı içerisinde yer alan yazılı olmayan kurallar ve normlar, iş yaşamına ilişkin davranışları, gelenekleri ve alışkanlıkları etkilemektedirler. Örneğin sosyo-kültürel yapının içerdiği girişimcilik, uzlaşma ve ortaklık kültürü, aşırı milliyetçi tutumlar, tasarruf alışkanlıkları gibi unsurlar ülkelerin ekonomik performansını şekillendirmektedir.

Ülkelerin ekonomik performansını dolaylı olarak etkileyen sosyo-kültürel yapı uluslararası sermaye girişini etkileyen faktörler arasında da gösterilmektedir. Ancak sermaye girişini etkileyen faktörler üzerine yapılan araştırmalar, ülkelerin uluslararası sermaye girişini artırmak için uyguladıkları politika ve stratejilerin, uluslararası sermaye girişini belirlemede ülkenin kültüründen veya coğrafi konumundan daha önemli olduğunu göstermiştir.

Her ne kadar sosyo-kültürel yakınlık en etken faktörlerden biri olmasa da birçok ülkenin hem dil hem de coğrafi konum açısından benzerlik gösteren ülkelerde yatırım yaptıkları bilinmektedir. Aynı dil kullanımının ülke kültürlerini nispi olarak yakınlaştırdığı tezi paralelinde diğer yatırım faktörleri sabit tutulduğunda uluslararası yatırımcıların benzer sosyo-kültürel yapıya sahip ülkeleri tercih ettikleri görülmektedir. Örneğin Amerika Birleşik Devletleri'nin en çok yatırım yaptığı ülkeler arasında hem lokasyon (konum) hem de dil açısından aynı özellikleri taşıyan Kanada ile İngiltere ve Avustralya yer almaktadır.⁶⁵

Sonuç olarak uluslararası sermaye girişinde başta ekonomik faktörler olmak üzere ülkenin sahip olduğu yasal çerçeve, idari istikrar, sosyo-kültürel yapı, bürokrasinin işlerliği, şeffaflık, kurumsal altyapı vergisel etkenler önemli rol oynamaktadır.

3.2. Sermaye Hareketlerinin Gelişim Süreci ve Etkileri

Az gelişmiş ülkeler ekonomik kalkınma yönünden önemli bir sermaye kısıtı ile karşı karşıya olmasına rağmen, gelişmiş ülkelerde sermaye faktörü bol olarak bulunmaktadır. Ülkeler arasında sermaye donanımları açısından ortaya çıkan bu dengesizlik dünya ekonomisinde kaynak dağılımının etkin olmaması sonucunu doğurmaktadır. Dışa kapalı bir ekonomide ulusal tasarruflar sermaye birikiminin tek kaynağı iken, dışa açık bir ekonomide ulusal yatırımlar yabancı sermaye ile de finanse edilebilmektedir. Bu yönüyle ülkelerin finansal olarak dışa açılmaları özellikle az gelişmiş ülkeler için önemli faydalar sağlayabilecektir.

⁶⁵ İstanbul Sanayi Odası, a.g.e., s.20-27.

Sermaye akımları özellikle az gelişmiş ve GOÜ için önemli faydalar sağlayabilmektedir. Ülkeye giren yabancı sermaye yurtiçi yatırımları artırırken, yurtiçi yatırım ve tüketim harcamalarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkabilecek riski de ortadan kaldıracaktır. Sermaye akımlarının meydana getirdiği bu doğrudan etkinin yanı sıra dolaylı etkileri de bulunmaktadır. Öncelikle yabancı sermaye 'bilgi taşıma etkisi' yaratırken, kaynak dağılımının etkinliğini artırarak GOÜ'in ulusal finans piyasalarının güçlenmesine de yardımcı olabilecektir.⁶⁶

Yabancı sermaye akımları resmi ve özel kaynaklardan oluşmaktadır. Resmi akımlar yardım ve kredi şeklinde olup IMF ve Dünya Bankası organizatörlüğünde çok taraflı olarak gerçekleşir. Son yirmi yılda meydana gelen sermaye hareketlerinde özel akımların değeri, resmi akımlara göre çok yüksektir. Yıllık ortalama net resmi akım 1980–90 arasında 26,7 milyar dolar iken 1991–2003 yılları arasında bu rakam 21,3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Net özel akımlar ise aynı dönemlerde 20 milyar dolar ve 118 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Resmi akımlar azalırken, özel akımlarda büyük artışlar meydana gelmiştir.⁶⁷ Tablo 3.1'de bu olgu açık bir şekilde görülmektedir.

Tablo 3.1: Resmi ve Özel Sermaye Akımları (milyar dolar)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Net özel akımlar (Borç+net varlık)	284.6	198.6	196.6	178.1	150.3	163.5	250.4	301.3
Net resmi akımlar (Yardım+Borç)	38.2	61.1	42.4	23.0	54.9	37.4	31.07	22.5

Kaynak: Global Development Finance 2005, s.13

1997 yılında 38,2 milyar dolar olan net resmi akımlar 2004 yılında 22,5 milyar dolara düşerken, 284,6 milyar dolar olan net özel akımlar 300 milyarın üzerinde gerçekleşmiştir. Son iki yıldaki değişim dikkate alındığında, net özel sermaye hareketleri % 85 artarken, net resmi akımlar % 40 oranında azalmıştır.

⁶⁶ Ferit Kula, 'Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler', C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 4, sayı 2, 2003, s.142.

⁶⁷ Randall Dodd, "Managing the Economic Impact from Foreign Capital Flows", UN Headquarters, Conference Room 3. 22 March 2004, s.2.
<http://www.un-ngls.org/cso/cso2/0030304-Hearings-CS-rdodd.pdf>, 12 Aralık 2005.

1980'li yıllardan sonra uluslararası sermaye hareketlerinin resmi sermaye akımlarından özel sermaye akımlarına doğru kayması sağlıklı bir gelişim olarak yorumlanmaktadır. Çünkü gelişmiş ülkelerdeki düşük getiriye sahip sermayenin, yüksek getiriye sahip GOÜ'e kayması dünya kaynak dağılımının etkinliğini arttırabilecektir. Ayrıca, gelişmiş ülkelerden az gelişmiş ülkelere doğru kayan özel sermaye akımları, yatırımları ulusal tasarruflar ile kısıtlanmış GOÜ'deki emek faktörü için de faydalı olabileceği öngörülmektedir.⁶⁸

Özel sermaye akımlarındaki bu artışla beraber resmi akımlarda meydana gelen azalmanın gelişimi ve sonuçları üzerinde durmak yerine olacaktır.

Birinci Dünya Savaşı'ndan önce net sermaye akımlarının karmaşıklık ve etkileşim düzeyi günümüze göre düşüktü. Akımların çoğunun vadesi, on yıldan fazla olan 'uzun dönemli tahviller' biçiminde gerçekleşiyordu ve bunlardan başlıca yararlananlar ise hükümetler ile demiryolları ve maden çıkarma girişiminde bulunanlar oluşturmaktaydı. Hükümetlerin borçlanmalarının temelinde altyapı yatırımlarının finansmanı yatmaktaydı.⁶⁹

1929 yılında New York borsasının çöküşü ile patlak veren kriz neticesinde meydana gelen 'Büyük Dünya Bunalımı' sonrasında sermaye akımlarında büyük bir çöküş yaşandı. Dünya sermaye piyasalarının çökmesi sonucu, her ülke kendi pazarını korumak için şiddetli koruma önlemleri almaya ve mali piyasalarını denetlemeye başladı.⁷⁰ Buna rağmen, II. Dünya Savaşı sonrasında sermaye piyasalarında yavaş yavaş meydana gelen iyileşme neticesinde 1960'lı yıllarda sermaye hareketlerinde keskin bir hızlanma meydana geldi. Ayrıca bu dönemde sermaye akımlarının kompozisyonunda da büyük değişim yaşandı. Bu dönemde borç verenler kısa pozisyonda kalmayı tercih ettiler. Özellikle hisse senedi ve doğrudan yabancı yatırımlar daha önemli hale gelirken tahvil finansmanına yönelik güven azaldı. Bu oluşumda modern iletişim imkanları önemli rol oynadı.

⁶⁸ Kula, a.g.m., s.143.

⁶⁹ William R. White, "Recent Initiatives to Improve the Regulation and Supervision of Private Capital Flows", BIS Working Papers, No.92, October 2000, s.1 <http://www.bis.org/publ/work92.pdf>, 15 Aralık 2005.

⁷⁰ Kazgan, Türkiye Ekonomisinde Krizler, s.44.

Uluslararası sermaye akımlarına yönelik resmi tutum da bu yıllarda büyük oranda değişti. Ülkelerin uluslararası sermaye akımlarına yönelik engel olmaması, sabit döviz kuru sistemi ve bunun neticesinde uygulanan bağımsız para politikası bu dönemin oluşumunda etkili oldu.

1980'lerde ise birçok gelişmiş ülkenin çeşitli şekillerde uyguladığı döviz kontrolleri nedeniyle sermaye akımlarının cesareti kırıldı. Fakat Bretton Woods sisteminin çökmesi sonucu birçok gelişmiş ülkenin esnek döviz kuru rejimine dönmesi ve sonraki dönemlerde GOÜ'nin de (özellikle Latin Amerika ve Asya Ülkeleri) bu yönde adım atmaları sonucu sermaye akımları zamanla, Euro piyasalar, offshore merkezleri ve ilerlemiş teknolojiler nedeniyle sınırlamalardan kaçarak artmaya devam etmiştir. Ayrıca bu dönemde IMF'nin sermaye hesabının liberalizasyonuna yönelik teşvikleri de önemli rol oynamıştır.⁷¹

1990'lara gelindiğinde ise sermaye akımların yönünün belirlenmesinde 'risk' unsurunun önemli rolü olmuştur. Başta Moody's ve Standard and Poor's gibi kredi derecelendirme kuruluşlarının GOÜ'e yönelik risk tahminleri, bu ülkelere akan büyük boyutlu sermaye akımının nispeten azalmasına neden olmuştur.⁷²

Sonuç olarak ülkelerin sermaye hesaplarını liberalize etmesi, sermaye piyasasına yönelik kısıtlamaların kaldırılması ve gelişen teknolojik imkanlar neticesinde 'yüksek kâr' güdüsüyle hareket eden özel sermayenin uluslararası alandaki hareketi artmıştır.

Ayrıca yukarıda belirtilen imkanlar ve özel sermayenin kâr güdüsü, bu akımları istikrarsız hale getirmiştir. Net akımların standart sapması olarak ölçülen yabancı sermaye hareketlerinin istikrarsızlığı 1980-90 yılları arasında 16 milyar dolar iken, bu rakam hızla büyüyerek 1991-2003 yılları arasında 55 milyar dolara yükselmiştir.

Bununla birlikte yabancı yatırımların bazıları diğerlerine göre daha istikrarsızdır. Doğrudan yabancı yatırımlar, finansal akışların diğer bütün türlerine göre daha az istikrarsızdır. GOÜ ve kurumlarca çıkarılan tahvil ve hisse senetlerini içeren portföy yatırımı ise daha istikrarsızdır. 1992 yılında hızla artan portföy yatırımı 1998'de keskin

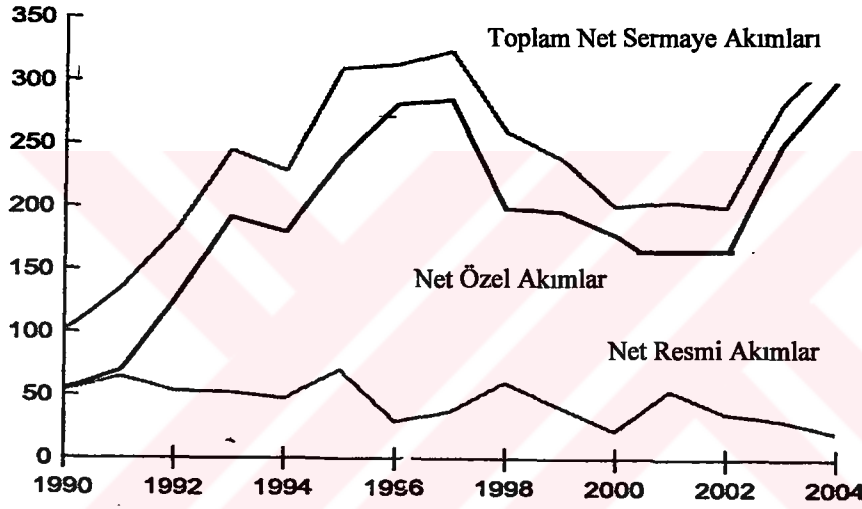
⁷¹ White, a.g.e. s.2-3.

⁷² Helmut Reisen, "Pensions, Savings and Capital Flows", Edward Elgar Publishing, Massachusetts, 2000, s.169-170.

bir şekilde düşerek 2000 yılında (-) değerlerde gerçekleşmiştir. Varyans katsayısı ölçüsüne göre 1991 yılından sonra net portföy yatırımlarının istikrarsızlığı, yabancı doğrudan yatırıma göre 4,5 kat daha fazladır.*

Yabancı kaynaklar içinde en istikrarsız olanı ise banka borçlarıdır. Çünkü bazı banka kredileri, ticari veya spekülâtif amaç doğrultusunda olsun ya da olmasın, çok kısa sürelidir. Şekil 3.2'de farklı türlerdeki yabancı yatırımların değişkenliği gösterilmektedir.

Şekil 3.2: Sermaye Hareketlerinin Değişkenliği



Kaynak: Global Development Finance, 2005, s.15.

Uluslararası sermaye akımlarının istikrarsızlığına ilaveten diğer bir problem ise akımların birkaç ülke üzerinde yoğunlaşmasıdır.⁷³ 2004 yılında Dünya Bankası verilerine göre GOÜ'e yönelik yabancı doğrudan yatırımların %60'ı sadece beş ülkeye gitmekle birlikte (Brezilya, Çin, Hindistan, Meksika ve Rusya), portföy yatırımlarının %82'si sadece üç ülkeye (Çin, Hindistan ve Güney Afrika) gitmiştir. Buna karşılık az gelişmiş ülkelere yönelik yabancı doğrudan yatırım miktarı 1994 yılında %1 iken 2004 yılında %5 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca portföy yatırımları da 1999 yılında %3 iken 2004 yılında sadece %5 olarak gerçekleşmiştir.⁷⁴

* Varyans katsayısı; Portföy yatırımı için 1,97, Yabancı doğrudan yatırım için 0,44 olarak bulunmuştur.

⁷³ Dodd, a.g.m., s.5.

⁷⁴ The World Bank, 'Global Development Finance' 2005, s.17

Bu gelişmeler ışığında, günümüze yönelik verilerin de yer aldığı tablo 3.2'ye bakıldığında yukarıda anlatılan ifadeleri destekler nitelikteki sonuçlar daha açık bir şekilde görülebilecektir.

Tablo 3.2: Ülkeler İtibariyle Yabancı Sermaye Stoku

	Yabancı sermaye Stoku				2002-2004 Ortalaması
	Milyar Dolar		2004		Yabancı Sermaye Girişi
	1990	2004	GSYİH' ye Oran (%)	Sıra	Milyar \$
1. ABD	395	1.474	12.6	21	74.7
2. Kanada	113	304	30.5	10	11.4
3. Hong-Kong, Çin	45	457	277.6	1	19.1
4. İngiltere	204	772	36.3	8	40.9
5. İrlanda	42	229	126.3	2	21.7
6. Almanya	111	348	12.9	20	13.1
7. Malezya	10	46	39.3	6	3.4
8. Hollanda	69	429	74.2	3	13.2
9. Şili	10	54	58.2	5	4.8
10. G.Kore	5	55	8.1	23	4.8
11. İspanya	66	347	34.9	9	30.4
12. Portekiz	11	64	39.0	7	3.2
13. Fransa	87	535	26.5	12	38.6
14. Macaristan	1	60	60.7	4	3.1
15. Polonya	0	61	25.4	13	4.8
16. İtalya	60	221	13.1	19	15.9
17. Meksika	22	183	27.0	11	14.4
18. Romanya	0	18	25.2	14	2.8
19. Rusya	0	98	16.9	16	7.7
20. Yunanistan	6	27	13.2	18	0.8
21. Çin	21	245	14.9	17	55.6
22. Türkiye	11	35	11.7	22	1.9
23. Endonezya	9	11	4.4	25	0.2
24. Hindistan	2	39	5.9	24	4.3
25. Brezilya	37	151	25.2	15	15.0
25 ÜLKE GEN	1.337	6.263	40.8		405.7
DÜNYATOPLAMI	1.769	8.895	21.7		665.6

Kaynak: Yükseler, a.g.m., s.3

1990 yılında, Dünya genelinde yabancı sermaye stoku 1.769 milyar dolar iken, 2004 yılında bu rakam 8.895 milyar dolara yükselmiştir. Bu dönemde söz konusu 25 ülkenin sermaye stokundaki payına bakıldığında sermaye hareketlerindeki yoğunlaşma dikkat çekmektedir. 1990 yılında %76 olan bu oran 2004 yılında %70 olarak gerçekleşmesine rağmen yüksekliğini korumaktadır.

Bu dönemde, en belirgin gelişme, yabancı sermaye yatırımının daha önce yasak veya çok sınırlı olduğu Rusya, Polonya, Macaristan ve Romanya'ya yabancı sermaye girişlerinin hız kazanmasıdır. Diğer bir gelişme de, Çin'e yönelik yabancı sermaye girişlerinin artış göstermesidir. Nitekim 1990–2004 döneminde, Çin, Hong-Kong, Rusya, Macaristan, Polonya ve Romanya'nın yabancı sermaye stoku içindeki payı %3,8'den (67 milyar dolar) yüzde 10,6'ya (939 milyar dolar) yükselmiştir. Bu dönemde, ABD, Kanada, İngiltere, Almanya, Fransa ve Hollanda'nın yabancı sermaye stoku içindeki payları %55,3'ten %43,4'e gerilemiştir. 1990–2004 döneminde, Türkiye'de mevcut yabancı sermaye stoku 11 milyar dolardan, 35 milyar dolara yükselmiş, ancak dünya genelindeki yabancı sermaye stoku içindeki payı %0.62'den %0.39'a gerilemiştir. Böylece, Türkiye 2004 yılında incelenen 25 ülke içinde 22.sırada yer almıştır.

UNCTAD verilerine göre, 2004 yılında dünya genelinde yabancı sermaye stokunun GSYİH'ya oranı %21,7 olarak hesaplanmıştır. İncelenen 25 ülke için bu oran %40,8'dir. Yabancı sermaye stokunun GSYİH'ya oranının yüksekliği açısından ilk sırayı alan ülkeler, Hong-Kong, İrlanda, Hollanda, Macaristan, Şili, Malezya ve İngiltere'dir. Endonezya, Hindistan, G.Kore, Türkiye, ABD, Almanya ve İtalya, yabancı sermaye stokunun GSYİH'ya oranının en düşük olduğu ülkelerdir.

2002–2004 döneminde, dünya genelinde yıllık ortalama yabancı sermaye girişi 665,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve incelenen 25 ülkenin, bu dönemde yabancı sermaye girişinden aldığı pay yüzde 61 olmuştur. Son üç yılda, ABD, Çin, İngiltere, Fransa ve İspanya en fazla yabancı sermaye çeken ülkelerin başında gelmektedir. En zayıf performans gösteren ülkeler ise, sırasıyla Endonezya, Yunanistan ve Türkiye'dir.⁷⁵

Sermaye hareketlerinin etkilerine bakıldığında ise, akımların büyüklüğü yönünden düzenli, istikrarlı ve ekonominin gelişimi için uygun şekilde gerçekleştiğinde çok faydalı olduğu görülmektedir. Fakat burada belirtmek gerekir ki sermaye akımları yurtiçi tasarrufların artırması sonucu yatırımların artmasını sağlarken, bu akımların istikrarsızlığı ters sonuçlar doğurabilmektedir.

⁷⁵ Zafer Yükseler, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İş/Yatırım Ortamı İlişkisi, TCMB, 26 Aralık 2005, s.5 www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/Rekabetgucu-YabancıSermaye.pdf 15.01.2006

İlk olarak sermaye akımları neticesinde fiziki sermayede meydana gelecek artış verimlilik üzerinde 'şok' etkisi yaratacaktır. Verimlilik üzerinde geçici ve olumlu yönde meydana gelen artış, tasarrufların ve yatırımların da artmasına neden olacaktır. Sonuç olarak yatırım etkisi daha baskın ise mevcut tasarruflar yeterli olmayacağından sermaye girişi devam edecektir.

İkinci olarak, özellikle GOÜ'de uygulanan geçici politikalar neticesinde (Enflasyon İstikrar Programı veya Geçici Liberasyon) tüketimin biçimi bozulmaktadır. Geçici politikalar sonucu planlanmayan bir gelişme sonucunda tüketim nispeten ucuz hale gelmektedir. Tüketimin etkili olduğu toplumlarda bu durum tüketim patlamasına neden olur. Finansal merkezlerde faiz oranlarının düşük olması nedeniyle söz konusu ülkelerdeki yerleşikler, meydana gelen bu geçici fırsatlardan yararlanarak yurtdışından ucuz olan finans kaynağını alarak tüketimde meydana gelen bu artışı finanse ederler.⁷⁶ Böylece ülkede tasarruflar azalırken tüketim artar ve tasarruf-yatırım dengesi bozularak cari açık meydana gelir. Artan sermaye girişi nedeniyle reel döviz kurunda meydana gelen artış ülke parasını değerlendirirken ülke mallarının rekabetinde de azalmaya neden olur. Sermaye akımları ayrıca gayrimenkul ve hisse senedi gibi aktiflerin fiyatları üzerinde spekülatif bir etki yaratır. Tayland'da 1997 krizi öncesinde gayrimenkul ve hisse senedi fiyatlarındaki aşırı patlama ile bu olgu bizzat yaşanmıştır.

Sermaye hareketlerinin gelişmiş ülkelere olan etkisi de dikkat çekicidir. Yurtiçi tasarrufların GOÜ'e doğru kayması gelişmiş ülkelerde büyüme korkusuna neden olmuştur. Korkunun odak noktasını ticaret ve iş hacmi ile sermaye akımları oluşturmaktadır. Hızlı bir şekilde büyüyen GOÜ'in yatırım ve altyapı ihtiyacı finansmanının gelişmiş ülkelerin resmi ve özel tasarrufları ile karşılandığı düşünüldüğünde, GOÜ'in yüksek sermaye talebi bir noktadan sonra özel ve resmi tasarrufları tüketerek global sermaye kıtlığına; reel faiz oranlarının yükselmesine ve yatırımların tıkanmasına neden olabilecektir.⁷⁷

⁷⁶ Gracelia, L.Kaminsky, Carmen M.Reinhart, Carlos A.Vegh, **When it Rains, it Pours: Proccyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies**, NBER Working Paper Series, Working Paper 10780, 2004, s.4-8, s.5-7, www.nber.org, 11 Aralık 2005.

⁷⁷ Reisen, a.g.e. s.170.

3.3. Sermaye Hareketlerinin Türleri

Sermaye hareketleri resmi ve özel olmak üzere iki kaynaktan oluşmaktadır. Resmi sermaye akımları başta Dünya Bankası ve IMF olmak üzere diğer kreditorler tarafından verilen borç ve yardımlardan oluşmaktadır. Özel sermaye akımları ise dolaysız yabancı sermaye yatırımları (foreign direct investment), portföy yatırımları (portfolio investment) ve diğer yatırımlar (other investment) olmak üzere üç ana kategori içinde meydana gelmektedir.

Tablo 3.3: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Net Sermaye Akımları 1996-2004 (Milyar Dolar)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Cari İşlemler Dengesi	-83.6	-87.2	-93.7	-8.0	43.6	16.9	72.0	112.8	152.7
GSYİH'nin Yüzdesi	-1.7	-1.7	-1.6	-0.1	0.8	0.4	1.3	1.8	2.0
Finansman									
Net	161.4	190.6	178.1	195.1	178.6	180.9	159.8	176.6	192.3
Net DYY Girişi	128.6	168.1	171.5	182.4	166.2	174.8	154.0	151.8	165.5
Net Portföy Yatırımı Girişi	32.9	22.6	6.6	12.7	12.4	6.0	5.8	24.8	26.8
Net Borç Akımları	123.7	106.9	54.9	15.4	-6.2	-3.5	8.9	62.2	84.1
Resmi Kreditorler	3.8	12.9	34.4	13.9	-5.8	27.0	5.2	-11.6	-24.9
Dünya Bankası	7.3	9.2	8.7	8.8	7.9	7.5	-0.2	-1.2	-1.4
IMF	1.0	3.4	14.1	-2.2	-10.7	19.5	14.0	2.4	-10.9
Diğerleri	-4.5	0.4	11.6	7.3	-3.0	0.0	-8.6	-12.8	-12.7
Özel Kreditorler	119.9	94.0	20.5	1.5	-0.4	-30.5	3.7	73.8	109.0
Net Orta ve Uzun Vadeli Borç Akımları	82.5	84.8	85.0	21.6	7.4	-6.6	0.9	24.9	55.4
Borç Senetleri	49.5	38.2	39.7	29.8	17.5	11.0	11.2	28.1	63.0
Bankalar	30.7	43.8	50.4	-6.8	-5.8	-11.0	-3.8	3.1	-1.8
Diğerleri	2.3	2.9	-5.2	-1.5	-4.3	-6.5	-6.5	-6.3	-5.7
Net Kısa Vadeli Borç Alımları	37.4	9.2	-64.5	-20.1	-7.9	-23.9	2.8	48.9	53.6
Denkleştirici İşlemler	-111.2	-157.5	-122.9	-169.1	-169.1	-112.5	-69.0	-59.9	-50.9
Rezerv Değişimleri (- Artış)	-90.4	-52.9	-16.3	-33.4	-46.8	-81.7	-171.7	-291.9	-378.2
Kısa Not									
Toplam Yabancı Yardımlar	26.7	25.3	26.7	28.5	28.7	27.9	32.2	43.4	47.4
Net Özel Akımlar	281.3	284.6	198.6	196.6	178.1	150.3	163.5	250.4	301.3
Net Resmi Akım	30.5	38.2	61.1	42.4	23.0	54.9	37.4	31.7	22.5
Toplam Net Sermaye Akımları (Özel+Resmi)	311.8	322.8	259.6	239.1	201.1	205.2	200.9	282.1	323.8

Kaynak: GlobalDevelopmentFinance2005,s.13.

Not:e=tahmin

a = Net Hata ve noksan + GOÜ'nin yabancı aktiflerden elde ettiği net kazanç.

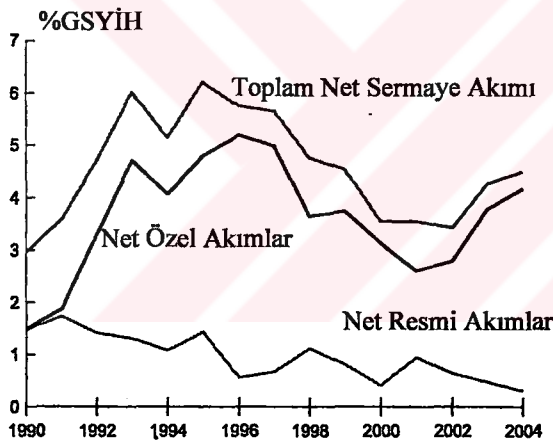
Tablo 3.3'te 1996-2004 yılları arasında GOÜ'e yönelik sermaye akımları gösterilmektedir. Tablo'ya göre net sermaye akımları 2004 yılında 42 milyar dolar artarak 324 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1997'de 323 milyar dolar olarak en yüksek seviyeye ulaşan sermaye akımları bu yıldan itibaren hızla düşerek 2000 yılında

200 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu yönüyle 2004 yılında meydana gelen sermaye akımı daha anlamlı hale gelmektedir.

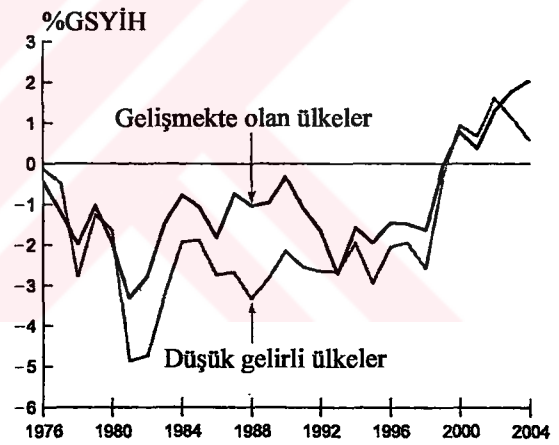
Sermaye hareketlerindeki hızlanma son iki yılda, enflasyon, ekonomik büyüme ve doların diğer büyük paralar karşısındaki değer kaybetmesi nedeniyle, daha ılımlı hale gelmiştir. 1990'lı yılların ortalarında sermaye hareketlerinin GSYİH içindeki payı %6 iken bu oran 2003 yılında %4,3 ve 2004 yılında %4,5 olarak gerçekleşmiştir. (Şekil 3.3)

Ayrıca GOÜ'e yönelik Cari İşlemler Bilançosu (CİB) dengesi kuvvetlenmeye devam etmektedir. 1999 yılında 8 milyar dolar açık veren CİB 2004 yılında 153 milyar dolar fazla vermiştir. 2003 yılında CİB fazlasının GSHİY'ya oranı %1,8 iken 2004 yılında %2 olmuştur (Şekil 3,4).

Şekil 3.3: Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Akımlarının GSYİH'ye Oranı (1990-2004)



Şekil 3.4: GOÜ'in Cari İşlemler Bilançosu (1976-2004)



Kaynak: Global Development Finance 2005, s.15

CİB fazlasında meydana gelen bu artış son birkaç yıl içinde döviz rezervlerinde büyük miktarda artışa neden olmuştur. Ülkeler bu fazlayı verimli yurtiçi yatırımların finansmanında kullanmak yerine biriktirmeyi tercih etmektedirler.⁷⁸

Rezervlerin birikimi ilk başlarda mali istikrarsızlığa karşı kendini sigortalamanın önemli bir unsuru olarak değerlendiriliyordu. Fakat özellikle Asya'daki rezerv birikimi, ülkelerin kendilerini sigortalama ihtiyacını açık bir şekilde aşmaktadır ve bu da ek birikimin maliyet ve fayda dengesi hakkında soruları gündeme getirmektedir. Özellikle

⁷⁸ The World Bank, a.g.e., s.13-15.

eğer bu rezervler düşük gelir getiren varlıklara veya sürekli değer yitiren dolara yatırılmışsa dışarıya doğru akış meydana gelecektir.⁷⁹

Bununla birlikte 2004 yılına bakıldığında gelişmiş* ve gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen cari işlem fazlaları ABD'nin cari işlemler açığının finansmanında kullanılmaya devam etmektedir. Bu noktada özel sektörün ABD mali ve ekonomik varlıklarına yönelik spekülasyon yatırımlarının yanı sıra özellikle GOÜ hükümetlerince yabancı döviz rezervlerindeki büyük artışa rağmen uyguladıkları sıkı maliye ve para politikaları etkili olmaktadır. 2003 yılında GOÜ'de 292 milyar dolar (GSYİH'nın %4,1'i) olan yabancı rezervler 2004 yılında 378 milyar dolara (GSYİH'nın %4,9'una) yükselmiştir** Aynı zamanda ABD'nin cari işlemler açığı 2003 yılında 531 milyar dolar (GSYİH'nın %4,8) iken, bu rakam 2004 yılında 666 milyar dolara (GSYİH'nın %5,6'sı) yükselmiştir.⁸⁰

Bu yönüyle bu hükümetler bir nevi kendi ülkelerinde verimli yatırımlar yapmaktan fedakarlıkta bulunmaktadırlar. Çünkü cari işlemler dengesinin “tasarruflar – yatırımlar”a eşit olduğu göz önüne alındığında cari işlemler fazlasının artması, yatırımların tasarruflara nispeten azaldığını göstermektedir. Bundan dolayı rezerv artışı reel kaynakların hem ekonomi içinde transferini hem de yerli yatırımlar için kredi olanaklarının artmasını engellemektedir. Ayrıca birçok ülke, özellikle enflasyon korkusu nedeniyle, rezerv artışı sonucu para arzında meydana gelen genişlemeyi sterilize edebilmek için yüksek miktarda faiz yükü ile de karşı karşıya kalabilmektedir.

Sonuç olarak tutulan rezervler sermaye hareketlerinin etkisini azaltmakta ve potansiyel global büyümenin yavaşlamasına neden olmaktadır.⁸¹

⁷⁹ United Nation, a.g.e., s.74.

⁸⁰ World Bank, a.g.e., s.15

⁸¹ Terry McKinley, **The Monopoly of Global Capital Flows: Who Needs Structural Adjustment Now?** International Poverty Centre, United Nations Development Programme, Working Paper, No.12, March 2006, s.8-12

* Japonya 172, Almanya 96, İsviçre 43, Norveç 34 ve İsveç 28 milyar dolar cari işlem fazlası verirken; ABD 666, İspanya 49, İngiltere 47, Avustralya 39 ve İtalya 25 milyar dolar cari işlemler açığı vermiştir.(IMF, World Economic Outlook, 2005).

** IMF, tahminleri çerçevesinde 2005 yılında 510.5 milyar dolar artış beklemektedir. (www.imf.org)

3.3.1. Özel Sermaye Hareketleri

Özel sermaye hareketleri, dolaysız yabancı sermaye yatırımları (foreign direct investment), portföy yatırımları (portfolio investment) ve diğer yatırımlar (other investment) olmak üzere üç ana kategori içinde meydana gelmektedir.

3.3.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Günümüzde gelişmekte olan ülkeler, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını ülkelerine çekebilmek için yoğun çaba göstermektedirler. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları aracılığıyla, bu ülkeler ilave dış sermaye, yeni teknoloji, yeni yönetim becerisi, pazarlama katkısı, ihracat, üretim ve istihdam artışı sağlamayı amaçlamaktadırlar.

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.⁸² Bu yönüyle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında önemli olan kalıcı ekonomik ilişki kurma düşüncesidir. Günümüzde doğrudan yabancı sermaye yatırımları esas itibariyle çokuluslu şirketler tarafından, özellikle kâr marjı yüksek olan bankacılık, ticaret, turizm ve sigortacılık gibi alanlarda gerçekleşmektedir.⁸³

Doğrudan yabancı yatırımlar (DYY), kapitalist ekonomilerin doğasında olan dalgalanmaları barındırmakla birlikte, özellikle 1986 sonrasında, 1970–86 dönemine kıyasla hızlı bir artış göstermiştir. 1970'lerde 50 milyar dolar olan yabancı yatırımlar, 1980'lerin ilk yarısında 100 milyar dolara ve ardından da adeta bir patlama yaparak 1996'da 349 milyar dolara erişti. 1970'den bu yana geçen dönem boyunca DYY'da üç ayrı yükselme dönemi yaşandığı öne sürülmektedir. 1979–81, 1989-90 ve 1995 sonrası. Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD), ilk yükseliş dönemini

⁸² Rıdvan Karluk, 'Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı', Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye, TCMB Yayınları, 2001, s.100.

⁸³ Nahit Töre, 'Dünyada Yabancı Sermaye Akımları', TCMB, İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü, s.77, www.tcmb.gov.tr 12 Aralık 2005.

(1979–81) petrol krizi sonucu gelişmiş ülkelerden, özellikle Orta Doğu'nun petrol sahibi ülkelere doğru yapılan yatırımlara, ikinci dönem (1986–90) artışlarını, korumacılığa tepki olarak hızlanan yatırımlara, deregülasyon uygulamalarına ve enformasyon-teknoloji alanındaki gelişmelerin üretim faaliyetlerini kolaylaştıran etkisine bağlamaktadır. 1995'ten bu yana yaşanan yabancı yatırım girişlerindeki yükselişte Çin ve ABD'nin (toplamın üçte biri), yabancı yatırım çıkışlarındaki artışta ise ABD ve İngiltere'nin paylarının (toplamın %40'ı) belirleyiciliği vurgulanmaktadır.⁸⁴

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını gösteren tablo 3,4.'e göre 2002 yılında dünya genelinde toplam 716 milyar dolar DYY kaynaklı sermaye girişi olduğu

Tablo 3.4: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (milyon dolar)

TOPLAM	2002	2003	2004
	716	633	648
GELİŞMİŞ EKONOMİLER	548	442	380
Avrupa Birliği	420	339	216
Fransa	49	43	24
Almanya	51	27	-39
İngiltere	24	20	78
Lüksemburg	117	91	57
Avustralya	16	7	43
Kanada	22	6	6
Japonya	9	6	8
Amerika Birleşik Devletleri	71	57	96
GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLER	156	166	233
Afrika	13	18	18
Latin Amerika ve Karaipler	51	47	68
Brezilya	17	10	18
Şili	3	4	8
Meksika	15	11	17
Asya ve Pasifik	92	101	148
Çin	53	54	61
Hong Kong	10	14	34
Singapur	6	9	16
Malezya	3	3	5
Güney Doğu Avrupa ve BDT	13	24	35
Bulgaristan	1	2	3
Hırvatistan	1	2	1
Rusya Federasyonu	4	8	12

Kaynak : TCMB, Yıllık Rapor 2005, s.12

⁸⁴ E. Ahmet Tonak, "Çok Taraflı Yatırım Anlaşmasının Bağlamı: Küreselleşme ve Yabancı Sermaye", **Küreselleşme**, der: E.Ahmet Tonak, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara, 2000, s, 32-33.

görülmektedir. Bu tutar 2003 yılında % 13 azalarak 633 milyar dolar gerçekleşirken 2004 yılında % 3 oranında artarak 648 milyar dolar olmuştur.

Tablo 3.4’de dikkati çeken en önemli nokta, gelişmiş ekonomilere yönelik DYY girişinin azalması buna karşılık GOÜ’e yönelik artmasıdır. 2002 yılında toplam DYY girişinin % 77’si gelişmiş ekonomilere giderken bu oran 2004 yılında % 57’ye düşmüştür. GOÜ’e yönelik DYY girişi ise sürekli artmaktadır. Bu noktada düşük ücretler, yüksek ‘getiri oranları’ ve büyüyen bölgesel pazarlar söz konusu yatırımları çeken temel unsurlardır.

2004 yılında, gelişmiş ekonomilere yönelik 380 milyar dolar DYY girişi meydana gelmiştir. Söz konusu ülkelere yönelik yatırımların % 57’si Avrupa Birliği ülkelerinde, % 26’sı ise ABD’de gerçekleşmiştir. Aynı yıl GOÜ’de ise toplam 233 milyar dolar doğrudan yabancı yatırım kaynaklı sermaye girişi olduğu görülmektedir. GOÜ’e yapılan toplam doğrudan yatırımlarda 2003 yılına göre %40’lık bir artış meydana gelirken bu artışın %88’lik kısmı beş ülkeye gitmiştir. Bunlar; Brezilya, Çin, Hindistan, Meksika ve Rusya Federasyonudur.⁸⁵

3.3.1.2. Portföy Yatırımları

Kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, genellikle devlet ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir.⁸⁶

GOÜ’e yönelik portföy yatırımları 1987 yılından itibaren hız kazanmıştır. Hız kazanan portföy yatırımları 1994’e kadarki sürede temelde beş ülke üzerinde yoğunlaşmıştır. Bunlar; Arjantin, Brezilya, Meksika, Güney Kore ve Türkiye’dir.⁸⁷ 2000’li yıllara gelindiğinde ise durum değişmiştir. Tablo 3.5’te görüldüğü üzere bu yıllarda portföy yatırımları Çin ve Hindistan başta olmak üzere Doğu Asya ve Pasifik ülkelerinde yoğunlaşmıştır.

⁸⁵ TCMB, Yıllık Rapor 2005, s.12.

⁸⁶ TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleri ile Türkiye Uygulaması, s.7

⁸⁷ Kazgan, Küreselleşme ve Ulus Devlet, s.193.

Tablo 3.5: GOÜ'e Yönelik Net Portföy Akımları 2002-2004 (Milyar Dolar)

	2002	2003	2004
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER	5.8	24.8	26.8
Doğu Asya ve Pasifik	4.0	11.8	13.6
Çin	2.2	7.7	10.5
Latin Amerika	1.4	3.4	-1.5
Doğu Avrupa ve Merkezi Asya	0.1	0.6	3.6
Afrika	-0.4	0.7	3.5
Güney Asya	1.1	8.2	7.5
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	-0.2	0.1	0.2

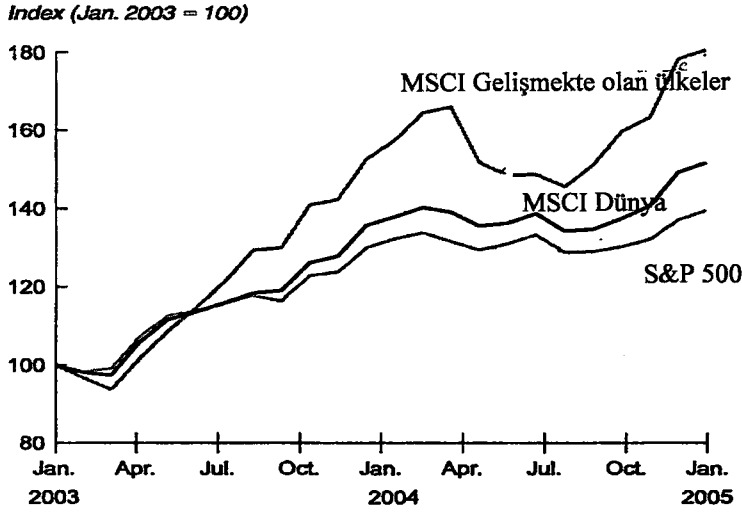
Kaynak: Global Development Finance 2005, s.19.

2002 yılında 5,8 milyar dolar olan portföy yatırımları 2003 yılında 19 milyar dolar artarak 24,8 milyar dolara ulaşmıştır. 2003 yılında net portföy yatırımlarında 19 milyar dolarlık artış olmasına karşılık 2004 yılında sadece 2 milyar dolarlık bir artış meydana gelmiştir. Son iki yılda meydana gelen 21 milyar dolarlık artış ülkeler arasında farklı bir şekilde dağılmıştır. 2004 yılında net portföy akımlarının %40'ını alan Çin, son iki yılda 8,3 milyar dolarlık artış gerçekleştirmiştir. Ayrıca Güney Asya'da Hindistan 6,4 milyar dolarlık artışla son iki yılda GOÜ'e yönelik portföy yatırımlarının üçte birini almıştır. 2004 yılında portföy yatırımlarının %82'si Çin, Hindistan ve Güney Afrika'ya giderken, düşük gelirli ülkelere giden portföy yatırımı ise %11 civarındadır.

GOÜ'e yönelik portföy yatırımlarında hisse senedi fiyat endeksleri önemli rol oynamaktadır. Şekil 3.5'te de 2003 ve 2004'te portföy yatırımlarında meydana gelen artışlarda hisse senedi fiyatlarındaki artışların önemli bir etkiye sahip olduğu görülmektedir.

2003 yılı boyunca sürekli artan hisse senedi fiyatlarında 2004'ün ilk çeyreğinde bir dengelenme söz konusu iken, ikinci çeyrekte hızlı bir düşüş meydana gelmiştir. Hisse senedi fiyatlarında meydana gelen büyük dalgalanma yatırımlara da yansımıştır. İlk çeyrekte 3,1 milyon dolar sermaye girişi söz konusu iken, özellikle Mayıs ve Ağustos aylarında hızlı bir şekilde tersine dönüş yaşayarak 1,3 milyar dolar çıkış yaşanmıştır. Sonuç olarak hisse senedi piyasasında ortalama getiri oranı GOÜ'de daha fazla olmasına rağmen gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında daha istikrarsızdır.

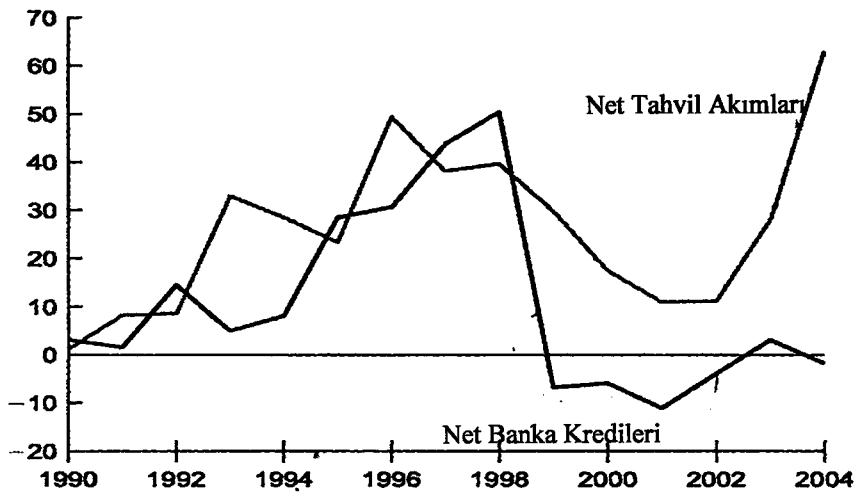
Şekil 3.5: Hisse senedi fiyatı endeksleri (2003–2004)



3.3.1.3. Diğer Yatırımlar

Doğrudan yatırım, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv dışında kalan diğer tüm sermaye hareketleri bu bölümde yer almaktadır. Başta ticari ve nakit krediler olmak üzere döviz mevcutları ve mevduat hesapları ile diğer varlık ve yükümlülükler diğer yatırımların önemli kalemlerini oluşturmaktadırlar. Şekil 3.6'da GOÜ'e yönelik diğer yatırımlar gösterilmektedir.

Şekil 3.6: GOÜ'e Yönelik Diğer Yatırımlar (1990-2004)



GOÜ'e yönelik orta ve uzun vadeli banka kredilerinde 1990'lı yıllardan itibaren azalma meydana gelirken, tahvil* ihracı artmıştır. 2004 yılında net orta ve uzun vadeli banka borçları 2 milyar dolar azalırken, orta ve uzun vadeli net tahvil akımı 63 milyar dolar seviyelerine çıkmıştır. Sonuç olarak özel şirketler ve hükümet kuruluşlarının bankalardan doğrudan borçlanma yerine borç senedi, tahvil, bono gibi enstrümanlarla ihtiyaç duyulan finansmanı sağladıkları görülmektedir.

3.3.2. Resmi Sermaye Akımları

Resmi sermaye akımları başta Dünya Bankası ve IMF olmak üzere diğer kreditorler tarafından verilen borç ve yardımlardan oluşmaktadır.

GOÜ'e yönelik resmi sermaye akımlarında son zamanlarda borçlanmadan hibeye doğru bir değişim söz konusudur. Yabancı yatırım ve hibelerde son dört yıl içinde 20 milyar dolarlık bir artış söz konusu iken, net resmi kredilerde 52 milyar dolarlık azalış meydana geldiğinden net resmi sermaye akımlarında 32 milyar dolarlık azalış meydana gelmiştir.(2001=54,9, 2004=22,5)

Net sermaye akımlarında meydana gelen bu azalma genel itibariyle IMF tarafından verilen kredilerdeki 30 milyar dolarlık azalma neticesinde meydana gelmiştir. 2001 yılında özellikle Arjantin, Brezilya ve Türkiye'nin acil ihtiyaçları doğrultusunda verilen krediler neticesinde 19,5 milyar dolar olan IMF kredileri bu tarihten itibaren azalarak 2004 yılında -10,9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. (Tablo 3.3)

Tablo 3.6'da resmi sermaye akımlarının büyük bir bölümünü oluşturan resmi kalkınma yardımları (RKY) görülmektedir. 1990 yılında 54,3 milyar dolar olan RKY, 2003 yılında 69 milyar dolara yükselmiştir. 69 milyar dolarlık RKY'nin % 72'si G7 ülkelerince karşılanmaktadır. Bu ülkeler arasında ABD, Japonya, Fransa ve Almanya önemli yer teşkil etmektedir.

* Özel şirketler veya hükümet kuruluşları tarafından borç para sağlamak üzere çıkartılan, gelecekte belirli bir tarihte ana para ile birlikte belirli bir faizin ödenmesi yükümlülüğünü ifade eden belge.

Tablo 3.6: Resmi Kalkınma Yardımları (RKY) (1990-2003)

Milyar \$	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Reel Değişme 2003(%)
Toplam RKY	54.3	58.3	62,4	56.1	58.8	58.8	55.6	48.5	52.1	53.2	53.7	52.4	58.3	69.0	4.8
G7 ülke.	42.4	45.6	48.6	44.6	46.6	44.7	41.3	35.1	38.6	39.4	40.2	38.2	42.6	49.9	6.3
ABD	11.4	11.3	11.7	10.1	9.9	7.4	9.4	6.9	8.8	9.1	10.0	11.4	13.3	16.3	20.4
Japonya	9.1	11.0	11.2	11.3	13.2	14.5	9.4	9.4	10.6	12.2	13.5	9.8	9.3	8.9	-9.2
Fransa	7.2	7.4	8.3	7.9	8.5	8.4	7.5	6.3	5.7	5.6	4.1	4.2	5.5	7.3	8.7
Almanya	6.3	6.9	7.6	7.0	6.8	7.5	7.6	5.9	5.6	5.5	5.0	5.0	5.3	6.8	5.3
G7dışındaki ülk.	11.8	12.7	13.8	11.5	12.2	14.1	14.3	13.3	13.5	13.8	13.5	14.2	15.6	19.1	0.5
AB Ülk.	28.3	30.3	33.5	29.5	30.1	31.2	31.4	26.8	27.6	26.7	25.3	26.4	30.0	37.1	3.0

Kaynak: Global Development Finance 2005, s.23

Not: a. Enflasyon ve döviz kuru değişimleri sonucu oluşan reel değer

2002 yılında 6 milyar dolar, 2003 yılında ise 10 milyar dolar artan Resmi Kalkınma Yardımlarında başlıca alıcı ülkeler ise Afganistan, Kolombiya, Irak, Ürdün ve Pakistan'dır. Bu ülkelerin aldığı yardımlar 1980–2000 arasında ortalama %3, 2001 yılında %6 ve 2003 yılında %11 civarındadır. Sadece Irak'ın 2004 yılında aldığı yardım miktarı 2,2 milyar dolardır.⁸⁸

3.4. Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri

Uluslararası sermaye girişinin öngörülen reel kazançların tümünü sağlayabilmesi kuşkusuz ulusal ekonomide uygun ve özendirici bir yatırım ortamının varlığına bağlıdır. Sermaye girişinin artan hacminin yanısıra öngörülen etkinlik ve verimlilik kazançlarının gerçekleştirilmesi için yatırımcının karar perspektifini etkileyecek olan finansal göstergelerin (faiz oranı, döviz kuru, aktif fiyatları vb.) istikrarlı ve doğru bilgileri taşıyan fiyatlardan oluşması gerekmektedir. Bunun temel koşulu ise ulusal düzeyde makroekonomik dengelerin kurulmuş ve istikrarı sürdürmeye yönelik politikaların uygulanır olmasıdır.⁸⁹

Yabancı yatırımların ülke ekonomileri üzerindeki etkileri genellikle bu fonların vade yapısı ve yönedikleri alanlara göre değişmektedir. Uzun vadeli yatırımların özellikle de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ülke ekonomileri üzerinde olumlu katkılar sağladığı ve ekonomik dengeler bakımından yönetilmelerinin daha kolay olduğu belirtilirken, kısa vadeli fonların son derece hareketli olmaları nedeniyle

⁸⁸ The World Bank, a.g.e., s.20-25.

⁸⁹ Berksoy ve Saltoğlu, a.g.e., s.33-34,

enflasyon, faiz oranları ve döviz kuru başta olmak üzere ekonomik dengeler üzerinde olumsuz etkiler yaratabildiği ve yönetilmelerinin daha zor olduğu belirtilmektedir.⁹⁰

Son dönemlerde GOÜ'e yönelik sermaye hareketlerinin kısa vadeli ve spekülatif bir kimliğe bürünmesi nedeniyle, hacim olarak hızla artış olmasına karşılık, kaynak kullanımında etkinlik ve verimlilik artışının temel koşulu olan istikrar ortamına bir katkıda bulunmadığı, tersine, istikrar sıklığı besleyerek öngörülenin aksi yönde etkiler yaratmaktadır.⁹¹

Özetle sermaye akımları ülkelere;

- Yatırımlar için ilave kaynak yaratmak
- Ulusal piyasaların serbest piyasa mekanizması çerçevesinde dizaynı
- Teknoloji ve bilgi birikimi getirmek
- Uluslararası piyasalara giriş imkanlarında artış ve böylece uluslararası sistemin bir üyesi olma imkanı
- Ulusal istihdam ve gelir seviyesinde artış
- Mali piyasaların gelişmesi, piyasaların derinliğinin artması, kullanılan finansal araçların ve finansal tekniklerin çeşitlenmesi yönüyle fayda sağlarken;
- Döviz kurunda yaşanan aşırı değerlenme
- Ülke ekonomisinin uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmalara ve krizlere daha duyarlı hale gelmesi
- Ulusal ekonomi politikalarının etkinliğinin azalması
- Mali piyasalarda, özellikle borsada, aşırı fiyat artışları ve dalgalanmalar
- Genel fiyat düzeyinde yükselmeler gibi olumsuz etkiler meydana getirebilmektedir.⁹²

3.4.1. Büyüme Üzerine Etkisi

Sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ölçmek her zaman için zordur. Çünkü birçok sosyo-ekonomik değişken büyüme ile yüksek derecede ilişkilidir. Sermaye akımlarını gelir üzerindeki etkisine yönelik araştırmaların

⁹⁰ Ali Alp, *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*, İMKB Yayınları, İstanbul, 2002, s.144.

⁹¹ Berksoy ve Saltoğlu, a.g.e., s.35.

⁹² Alp, a.g.e., s.143-147.

bazılarında kuvvetli bir korelasyon bulunmamasına rağmen genel kabul gören görüş sermaye akımlarının gelir üzerinde pozitif bir katkı sağladığı yönündedir.

Rodrik 1998 yılında⁹³, 1975–89 yılları arasını kapsayan ve 100 ülke üzerinde yaptığı araştırmada sermaye akımları ile büyüme arasında yok denecek kadar az bir ilişki bulurken, Quinn 1997 yılında, 1960–89 yılları arasını kapsayan ve 66 ülke üzerinde yaptığı araştırmada pozitif bir ilişki elde etmiştir. Ayrıca Edwards'ın⁹⁴ 2001 yılında Rodrik ve Quinn'in elde ettiği sonuçlar çerçevesinde yaptığı araştırmada sermaye hareketlerinin özellikle gelişmiş ülkelerin gelirleri arasına pozitif yönlü kuvvetli bir ilişki söz konusu olmasına rağmen, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerin gelirleri arasındaki ilişki çok düşük düzeyde meydana gelmiştir.

Etkiler zamanla değişmesine karşılık görüşlerin birleştiği nokta; ülkelerin yüksek standartta ekonomik göstergelere sahip olduğu, sermaye hesabından önce ticari açıklığın yaşandığı, makroekonomik dengesizliklerin giderildiği ve bundan sonra sermaye hesabı liberasyonunun yaşandığı ülkelerde sermaye akımlarının büyüme üzerinde olumlu etkisinin olacağı yönündedir.

3.4.2. Cari İşlemler ve Sermaye Hesabı Üzerindeki Etkileri

Sermaye akımlarının etkilerden biri de birçok ülkede meydana getirdiği geniş boyutlardaki cari işlemler bilançosu açıklarıdır.

Cari açığın oluşumunda iki etken önemlidir.

1. Ulusal yatırımların artması,
2. Ulusal tasarrufların düşmesi.⁹⁵

Dünya faiz oranlarının düşmesi borç alan ülkede gelir ve ikame etkileri yaratmak suretiyle bir tüketim genişlemesine ve buna bağlı olarak ta dış dengenin bozulmasına ve cari işlemler açığının büyümesine yol açmaktadır.

⁹³ OECD, "Forty Years" Experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements, OECD Publications, 2002, s.47-49.

⁹⁴ a.g.e., s.49.

⁹⁵ Carmen M.Reinhart, 'Some Perspective on Capital Flows to Emerging Market Economies', NBER Reporter: Research Summary Summer 2005, s.3. www.nber.org 5 Şubat 2006.

Söz konusu süreçte gelir etkisi, düşen faizin dış borçlarının bugünkü değerini (present value) azaltmasından kaynaklanmaktadır. İkame etkisi ise, düşen faizin borçlanmayı ucuzlatarak, gelecekteki tüketiminin bugünkü tüketimle ikame edilmesini, yani tüketimin arttırılmasını özendirme sonucu ortaya çıkmaktadır.

Gelir ve ikame etkileriyle tüketim harcamaları artışı özendirilirken, faiz düşüşünün yatırım harcamalarını arttırması sonucunda ulusal ekonomide tasarruf-yatırım açığı büyümekte ve bu, dış ödemelerde cari işlem açığını büyütmektedir.⁹⁶

Ödemeler bilançosu bölümünde anlatıldığı üzere eğer net sermaye girişi rezerv artışına gitmiyorsa veya bir sermaye çıkışı söz konusu değilse, bu giriş cari açığı finanse etmek için kullanılmaktadır. Sermaye girişlerindeki artış döviz bulunabilirliğini artırırken, açıkların finansmanına imkan vermesi ve döviz kurunun değerlenmesini teşvik etmesinden dolayı cari açıkları arttırmaktadır. Ayrıca yerli paranın değerlenmesi uluslararası rekabet gücüne ve dış ticaret dengesine zarar verdiği için, ithalata olan bağımlılığı arttırmaktadır.

Sermaye hareketleri faiz oranlarını düşürerek yatırımların artmasını sağlamasına rağmen özellikle GOÜ'e yönelik kısa süreli sermaye hareketleri spekülasyon nitelik taşıdığından faiz oranlarını artırarak reel yatırım kararlarını olumsuz biçimde etkilemekte ve hükümetlerin ulusal hedeflerine ulaşmak amacıyla yatırımlar için faiz oranlarını bir enstrüman olarak kullanabilme olanaklarını azaltmaktadır.⁹⁷

3.4.3. Kamu Dengesi Üzerine Etkileri

Sermaye akımları ile birlikte uygulanan maliye politikaları son derece önem taşımaktadır. Sermaye akımlarından beklenen faydanın elde edilmesi için sıkı maliye politikalarına uygulanması zorunludur. GOÜ'de kamu kesimi açıkları sermaye akımının ilk döneminde önemli harcama kısıtlamaları ile özelleştirme gibi ilave gelirler ile kapatılmakta ancak sonrasında yükselen faizler ile iç borçlanmanın yükü artmaktadır.⁹⁸

⁹⁶ Berksoy ve Saltoğlu, a.g.e., s.36.

⁹⁷ Nurhan Yentürk, *Körlerin Yürüyüşü*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2005, s.131-132.

⁹⁸ Sadi Uzunoglu, Kerem Alkin, Fuat Gürlesel, *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*, İMKB Araştırma Yayınları, No.6, İstanbul, 1995, s.67.

İç borç sorunu bir ölçüde dış borç sorununa bağlı olarak çıkarken, devlet içeride borçlanarak dış borcu ödemek zorunda kalmaktadır. Dış borçların büyük bir bölümü kamu sektörüne ait olduğundan dış borçlarda spekülâtif nitelikteki finansal şişkinliklerin yarattığı artış faiz ödemelerinin yükünü artırarak, kamu harcamalarında ani bir yükselişle sonuçlanmaktadır. Bu yükseliş faiz oranlarında büyük bir sıçramaya neden olurken faiz dışı bütçe açığı olmayan ülkelerde bile sürekli olarak kamu açıklarını yukarı doğru iten bir kısır döngü yaratmaktadır.⁹⁹

Sonuç olarak özellikle kısa vadeli sermaye girişleri kamu kesiminin borç sorununu daha da ciddi hale getirmiştir. Sermaye hareketleri sonrasında yaşanan döviz bolluğu neticesinde Merkez Bankası kurda bir değer artışına yol açmasını engellemek ve istikrarsız sermaye akımlarına karşı bir önlem alabilme düşüncesiyle, bu fazlaları satın almak zorunda kalmaktadır. Rezerv artışının parasal tabanda genişlemeye yol açması sonucunda ortaya çıkan enflasyonist etkinin engellenebilmesi için de Merkez Bankası sterilizasyona giderek tahvil ihraç etmek zorunda kalmaktadır.¹⁰⁰ Tahvil faiz oranları da döviz rezervlerinde sağlanabilecek getiriye kıyasla çok yüksek olduğundan bu tür kur müdahaleleri bütçeye önemli bir yük getirmektedir. Bununla birlikte sermaye akımını çekmeye yönelik yüksek faiz oranları da kamunun borç yükünü artırdığından kamu kesimi dengesi bozulmaktadır.

3.4.4. Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkiler

Sermaye girişindeki artışın bir diğer makroekonomik etkisi de, yüksek miktarda sermaye girişi sonucu yurtiçi finansal piyasalardaki yoğunlaşmadır. Finansal piyasaların gelişmekte olan ülkelerde yeterince derinleşmemiş olması, yüklü bir fon girişinin ekonomi üzerinde olumsuz sonuçlar yaratmasına neden olmaktadır. Fonların etkin bir şekilde, verimli yatırımlarda kullanılmaması geri ödeme sürecinde problemler yaratmakta; kullanılan kredilerin zamanında ödenmemesinden iflaslara kadar uzanan ve genel olarak "ahlaki çöküntü" (moral hazard)* denilen çeşitli problemler yaratmaktadır.

⁹⁹ Yentürk, a.g.e., s.133.

¹⁰⁰ Graciela L.Kaminsky, 'International Capital Flows: A Blessing or a Curse?', George Washington University and NBER, Washington, 2005, s.17. www.nber.org 15 Aralık 2005.

* Moral hazard problemi asimetrik bilgiden (asymmetric information) kaynaklanmaktadır. Alacaklı durumundaki kişi/kurum borcun nereye, nasıl kullanılacağı ve geri ödenip ödenmeyeceği konusunda borçlu kadar bilgi sahibi değildir. Borçlunun alacaklı açısından onaylanmayacak alanlarda parayı kullanma riski arttıkça piyasada borç vereceği kişi/kurum paranın geri ödenmeyeceği kaygısıyla borç vermeyebilir. Özellikle paranın spekülâtif alanlarda kullanılması geri ödenmeme riskini artırmaktadır.

Bu fonlar özellikle spekülâtif nitelikteyse, ekonomide yarattığı ısınma bazı ülkelerde bir finansal krizin ilk adımını teşkil etmektedir. Spekülâtif sermaye hareketleri, özellikle faiz farkının yarattığı kısa dönem kârlılığını değerlendirmeye yönelik olduğu için, menkul varlıkların değerleri üzerinde yapay dalgalanmalar ve suni fiyat artışları yaratmaktadır.

Bununla birlikte yabancı yatırımcıların getirileri büyük ölçüde kurdaki harekete bağlı olduğu için, piyasadaki dalgalanmalara karşı oldukça duyarlıdır. Örneğin, dış ticaret hadlerinin bozulması gibi önemli bir şok paranın değer kaybına yol açtığından hem hisse senedi fiyatları düşer, hem de sermaye çıkışı yaşanır. Sermaye piyasalarında fiyatların yükseleceğine yönelik beklentiler hakimse, kurun değer kazanmasıyla birlikte sermaye girişi yaşanır. Eğer fiyatların düşeceğine yönelik beklentiler piyasaya hakimse, yaşanacak sermaye çıkışı parasal hacmin daralmasıyla başlayan bir finansal krize kadar gidebilir.

3.4.5. Ekonomik Bekleyişler Üzerindeki Etkiler

Eğer sermaye girişleri geçici ve/veya spekülâtif amaçlıysa, bu fonların ani geri dönüşü kaynak dağılımının bozulmasına, fiyat dirençlerine (price rigidity), iflaslara ve ekonomik belirsizliklere yol açmaktadır. Bu bağlamda özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri, oynaklığı yüksek olduğu için yarattığı dalgalanmalarla ekonomideki belirsizliği artırmakta ve ülkenin uluslararası kredibilitesi üzerinde etkili olmaktadır.

Özellikle toplam sermaye akımları içinde spekülâtif nitelikli olan sermaye hareketlerinin artması, Cari Açık / GSMH, Kısa vadeli dış borç stoku / Toplam dış borç stoku, Kısa vadeli dış borç stoku / GSMH, Döviz rezervleri / GSMH, Bankaların takipteki alacaklar / Bankalar toplam kredileri ve bankaların sermaye yeterlilikleri gibi kredibilite göstergeleri bir arada değerlendirildiğinde, bu yapının istikrarsızlığı yabancı kuruluşlar tarafından yapılan değerlendirmelerde kredibilite notunun sürekli düşmesine neden olacaktır. Böylece sermaye hareketlerinin sürdürülebilirliği ve kompozisyonu yurtiçi ve yurtdışı ajanların ekonomik bekleyişlerinde etkili olmaktadır.¹⁰¹

¹⁰¹ Kaya, a.g.e., s.39-42.

3.5. Sermaye Hareketleri ve Finansal Kriz

Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra artan küresel sermaye değişkenliğine gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde oldukça sık görülen mali krizler eşlik etmiştir. Gelişmiş ülkelerde meydana gelen mali istikrarsızlık ve kriz hadiselerinden bazıları şunlardır; ABD'de 1970'lerin sonlarında başlayıp on yıldan fazla süren bankacılık ve gayrimenkul krizleri, 1987 ve 1989 yıllarında küresel hisse senedi piyasalarında yaşanan büyük durgunluk, 1990'ların başında Japon mali piyasalarında süregelen istikrarsızlık ve 1992 yılında Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) krizi.

GOÜ'de ise şu olaylara rastlanmıştır. 1980'de meydana gelen borç krizi, 1994-95 Meksika krizi, 1997 yılında başlayan Doğu Asya krizi, 1998 Rusya Krizi. Türkiye'de de, 1998, 1994 ve 2001 yıllarında benzer krizler yaşanmıştır.¹⁰²

Dünya üzerinde küçüklü büyüklü krizler göz önüne alındığında her 19 ayda bir krizin olduğu anlaşılmaktadır. Meydana gelen bu krizlerin yıllık ortalama maliyetinin 100 milyar doların üzerinde olduğu* ve eğer bu krizler meydana gelmemiş olsaydı son çeyrek asır boyunca GOÜ'nin gelirinin %25 daha fazla olacağı tahmin edilmektedir.¹⁰³

Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen sermaye hareketlerinin istikrarsızlığı ile tersine çevrilebilir olmasının ana nedeni mali piyasaların başarısızlıkları ve dünya ekonomisindeki temel asimetrik kombinasyonlardır.

Finansal krizleri açıklamaya çalışan asimetrik bilgi yaklaşımına göre finansal krizler, finansal piyasalarda doğrusal olmayan bir yıkım meydana getirirken asimetrik bilgi sonucu meydana gelen ters-seçim ve moral hazard bu krizlerin etkisini derinleştirmektedir. Bunun sonucunda finansal piyasalar bu fonları etkin bir şekilde kullanarak verimli yatırım fırsatlarını değerlendirememektedir. Özetle asimetrik bilgi sorunu krizi tetikleyen ve derinleştiren bir unsur olarak görülmektedir.¹⁰⁴

¹⁰² Yılmaz Akyüz and Andrew Cornford, *Capital Flows to Developing Countries and The Reform of The International Financial System*, UNCTAD, OSG, DP, No:143, 1999, s.15-16
www.unctad.org/Templates/Download.asp?docid=248&lang=1&intItemID=2101, 17 Ocak 2006

* Griffith Jones ve Gottshalk (2006), 1995-2002 yılları arasında meydana gelen krizlerin ortalama yıllık maliyetini 150 milyar dolar olarak hesaplamıştır. (UN, World Economic Survey.2005)

¹⁰³ United Nation, a.g.y., s.75

¹⁰⁴ Frederic S.Mishkin, "Systemic Risk, Moral Hazard and The International Leider of Last Resart", *Privaty Capital Flows in The Age of Globalization*, Ed: Uri Dadush, Edward Elgar Publishing, 2000, s.185.

Sermaye akımları doğası gereği önceden bilinmesi mümkün olmayan, 'geleceğe yönelik bilgiler' neticesinde meydana gelir. Bu nedenle halihazırdaki gerçek bilgiden ziyade gelecekle ilgili görüşler ve tahminler mali piyasaların aldığı kararları belirler. Bu gerçek, mali piyasaları karakterize eden bilgilerin asimetrileriyle daha da güçlenir. Bilgilerin yokluğu ya da geniş asimetri yüzünden, mali aktörler büyük ölçüde diğer piyasa aktörlerinin işlemleri neticesinde sağlanan 'bilgilere' güvenirlir ve bu, onların davranışlarında karşılıklı bağımlılığa yol açarak 'bulaşma etkisi' meydana getirir. Makroekonomik seviyede, gelecekteki makroekonomik şartlarla ilgili beklentiler ve görüşler, bulaşma nedeniyle birbirini izleyen dönemlerde kısa mutluluk evreleri meydana getirebileceği gibi panik üretmeye de meyillidirler. Örneğin, ülkenin kredi notunun bir kredi derecelendirme kuruluşu tarafından düşürülmesi ya da yatırımcılara yönelik başka bir olumsuz bilgi onları piyasadan çekilmeye yönlendirebileceği gibi özellikle uluslararası bankaları bazı piyasalara borç vermekten de alıkoyabilecektir. Böylece meydana gelecek satışlar neticesinde düşen likiditeyle karşı karşıya kalan bir piyasayla, karşılıklı ilişki içinde olduğuna inanılan farklı piyasa davranışlarıyla ilgili olarak görüş bulaşması, piyasa aktörlerinin diğer varlıkları da satmasına yol açarken yatırımcıların başka bir piyasaya yönelmesine neden olacaktır. Böylece 'bulaşma' ülkeler arasında yayılmış olacaktır.¹⁰⁵

Krizin yayılması noktasında farklı görüşler ileri sürülmektedir. G. Kamiksy¹⁰⁶ krizin yayılmasını global olmaktan ziyade bölgesel olarak nitelendirmektedir. Krizin yayılmasının bölgesel olması, özellikle bankalar aracılığı ile ülkelerin ticari ve finansal bağlarla birbirine bağlı olmasına dayandırılmaktadır. Fakat günümüzde birçok ülkenin gelişmiş teknoloji nedeniyle ticari ve finansal bağlarla birbirine bağlı olması nedeniyle krizin yayılmasının bölgesel veya küresel düzeyde meydana geleceğini tahmin etmek çok zordur.

Dünya ekonomisini karakterize eden temel asimetriler şu üç temel gerçeğin altında yatmaktadır.

- i. Gelişmekte olan birçok ülkenin kendi para biriminde borç enstrümanı basamaması. (Bu olguya 'ilk günah' denmektedir).

¹⁰⁵ United Nation, a.g.y., s.74.

¹⁰⁶ Reinhart, a.g.m., s.3.

ii. İç mali piyasayla sermaye piyasasının gelişmişlik seviyelerindeki farklar. (Bu farklar GOÜ'de uzun vadeli mali enstrümanların yeteri kadar arz edilememesine yol açar).

iii. Karşı karşıya kalabilecekleri spekülâtif baskıların büyüklüğü karşısında GOÜ'in iç mali piyasalarının küçük olması durumu.¹⁰⁷

Finansal krizlerin çoğunda, özellikle de Doğu Asya krizinde, anahtar faktör asimetrik bilgi sorunu olmuştur. Asimetrik bilgi sorunu krizleri daha da derinleştirirken bilançoların kötüye gitmesine neden olur. Özellikle GOÜ'de sistematik risk, hükümetlerin uyguladıkları zayıf politikalar ve finansal yapı ile birleşince piyasalar spekülâtif saldırıya açık hale gelmektedir.

Doğu Asya krizinde sistemik risk anahtar rol oynamasına karşılık Meksika'da olduğu gibi finansal liberasyon sonucu aşırı kredi genişlemesi de önemli rol oynamıştır. Burada problem borçlanmanın genişlemesinden ziyade, borcun aşırı risk alarak hızlıca büyümesidir.

Finansal liberasyondan sonra aşırı risk almanın iki nedeni vardır. Birincisi; finansal liberasyon sonucu borçlanma fırsatı artmasına rağmen, özellikle bankacılık sektörünün risk faktörünü etkin bir şekilde idare edebilecek bilgi ve uzmanlıktan yoksun olması, ikincisi; denetim sisteminin yeterli olmaması sonucu aşırı risk almanın artması. Son olarak, devletin zayıf olan gözetim ve denetimine karşılık yerli ve yabancıların mevduat ve ticari kazançlarına getirdiği '**kesin güvence**', moral hazard etkisi meydana getirirken bankaların aşırı risk almalarına neden olmuştur.¹⁰⁸

Sermaye hareketleri sonrasında meydana gelen krizler genel olarak iç makroekonomik politikalarda meydana gelen değişikliklerden etkilenmesine rağmen uluslararası piyasalarda kambiyo oranlarıyla faiz oranlarını etkileyen dış gelişmelerden de etkilenmektedir. Ayrıca mali krizler sermaye akışlarının farklı türleri ve borç verenler ile borç alanların belli sınıflarıyla da yakından ilişkilidir.

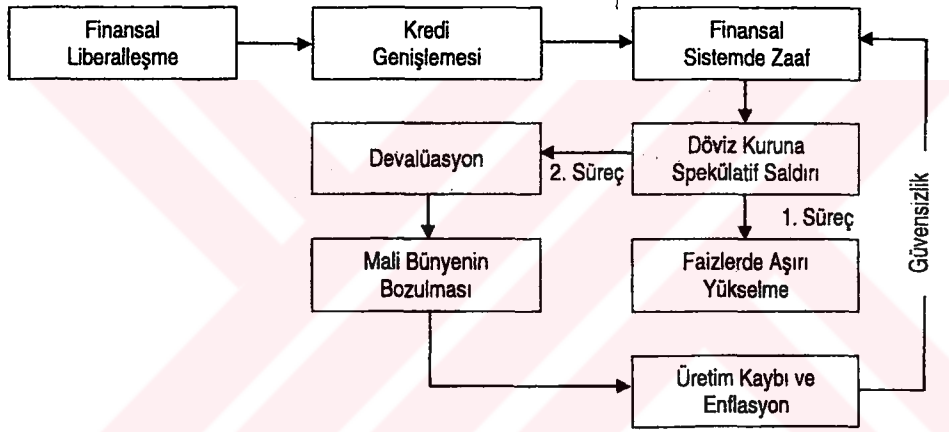
Bununla birlikte yükselen piyasalarda meydana gelen parasal ve mali krizler çeşitli makroekonomik şartlar altında meydana gelmişlerdir. Bunlar; cari açık büyük ve sürdürülemez olduğunda (Meksika ve Tayland), aynı zamanda bu tür açıkların nispeten,

¹⁰⁷ United Nation, a.g.y., s.75.

¹⁰⁸ Mishkin, a.g.e., s.186-187.

küçük olduğu zamanlarda da (Endonezya ve Rusya) meydana gelmişlerdir. Aşırı değerlenme, para da karışıklık yaşayan ülkelere has bir özellik olmuşsa da (Meksika, Rusya ve Brezilya enflasyonu düşürmek için kambiyo oranlarını nominal çapa olarak kullanmıştır) durum her zaman bu şekilde gerçekleşmemiştir. Örneğin, birçok Doğu Asya ülkesinde krizden önce paranın değerinin yükselmesi ılımlı veya düşük bir düzeyde gerçekleşmişti. Benzer şekilde krizler büyük bütçe açıklarıyla ilgiliyken (Rusya ve Brezilya), Meksika ve Doğu Asya'da bütçe dengede idi. Son olarak, krizler, dış borç öncelikle kamu sektörü tarafından alındığında da (Brezilya ve Rusya) veya öncelikle özel sektör tarafından alındığında (Doğu Asya) meydana gelebilmektedir.¹⁰⁹ Aşağıdaki şekilde sistemik krizin işleyişi kısaca özetlenmektedir.

Şekil 3.7: Sistemik Krizin İşleyişi



Kaynak: Başoğlu ve diğerleri, Finans, s.563.

Finansal liberalleşme neticesinde GOÜ'de meydana gelen etkilerden biri de kredi miktarında meydana gelen genişlemedir. Bankacılık sektörünün risk faktörünü etkin bir şekilde idare edebilecek bilgi ve uzmanlıktan yoksun olduğu, denetim mekanizmasının oluşturulmadığı veya yetersiz olduğu GOÜ'de kredi genişlemesi, finansal sistemin kırılganlığını artırabilecektir. Bu yönüyle ülke spekülatif saldırılara açık hale gelebilecektir. Bu süreçte meydana gelebilecek ilk etki faizlerde meydana gelebilecek aşırı yükselmelerdir. İkinci etki ise spekülatif saldırının devam etmesi neticesinde meydana gelecek olan devalüasyondur. Bu durum ülkenin mali bünyesini bozarken, üretim kaybı, enflasyon ve işsizlik gibi sonuçları da beraberinde getirecektir. Sonuç

¹⁰⁹ Akyüz and Cornford, a.g.m., s.16-18.

olarak meydana gelecek olan güvensizlik bu kısır döngünün devamlılığını sağlayacaktır. Ta ki tüm olumsuzluklar giderilerek denetim mekanizması işlerliğini sağlayana dek.

3.6. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi ve Tobin Vergisi

Global mali piyasalar günümüz itibariyle büyük bir derinlik kazanmış bulunmaktadır. Bu piyasalarda oluşan günlük işlem hacmi mal ticaretinin yaklaşık kırk katına ulaşmaktadır. Bu ise ikili bir yapı ortaya çıkarmakta; bir tarafta reel ekonominin gerçekleri, diğer tarafta paradan para kazanmayı amaçlayan finans kapital dünyası yer almaktadır.

Kısa süreli sermaye hareketlerinin meydana getirdiği büyük fon birikimi ve büyük işlem hacminin gelişmekte olan ülke piyasalarına anlık giriş çıkışlar yapabiliyor olması ise ayrı bir sorun kaynağıdır. Bu giriş ve çıkışlar ilgili ülke piyasalarında büyük dalgalanmalar meydana getirmekte, bu dalgalanmalar finansal krizlerin başlatıcısı da olabilmektedir. Nitekim 1992 ERM krizini, 1994–1995 Latin Amerika finansal krizlerini, 1997 Güneydoğu Asya ve Rusya krizlerini kısa süreli sermaye hareketlerinin tetiklediği konusu yaygın olarak tartışılmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ilgili ülkelere olan zararlarının en aza indirilmesi konusunda Keynes ve Tobin'in fikirleri ön plana çıkmaktadır.

3.6.1. Keynes ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi

Keynes risk ve ilave maliyetlerin uzun dönemli yatırımlara zarar vermeden kısa vadeli sermaye akımlarını azaltabileceğini belirtmiştir. Düşük oranlı bir transfer vergisinin teşebbüsler üzerindeki spekülasyon etkisini hafifleteceğinden bahseden Keynes, özellikle menkul kıymetler piyasasındaki fiyatlamalarda böyle bir vergilemenin sadece dönüşümden kâr elde etmek isteyenleri caydırdığını, buna karşılık asıl ile ilgilenenleri etkilemediğini belirtmektedir. Sonuç olarak yıllık binde iki gibi küçük bir maliyet getiren uygulama uzun vadeli veya kalıcı olarak gelen yabancı sermaye üzerinde yük oluşturmazken, sadece kısa süreli yabancı sermayeyi etkilemektedir.¹¹⁰

¹¹⁰ Muhammet Akdiş, 'Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi', Denizli, 2004, s.11, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Mak21.htm>, 12 Nisan 2006.

3.6.2. Tobin Vergisi (Tobin Tax)

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin vergilendirilmesi konusunda ortaya atılan önerilerin en çok tartışılanı ise James Tobin tarafından ileri sürülen işlem vergisidir.

Tobin'e göre; sabit ve esnek döviz kuru rejimlerinde ulusal paralar sermaye hareketlerinin saldırısına açık hale gelmiştir. Faiz farklılığı ve döviz kurunda meydana gelen hareketler sermaye giriş ve çıkışına neden olmuştur. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri, gerek 1971 öncesinde uygulanan Bretton Woods sisteminde, gerekse 1994–95 yıllarında meydana gelen Meksika krizinde, para üzerinde spekülasyon bir etki meydana getirmiştir.

Teknolojide meydana gelen yeni buluşlar, hesaplama ve iletişim tekniğindeki gelişmeler, yeni piyasalar ve kurumların kurulması neticesinde uluslararası sermaye hareketleri oldukça büyük boyutlara ulaşmıştır. Dünya döviz piyasasının gerçekte ne kadar büyük olduğu bilinmemekle birlikte, önde gelen sanayileşmiş ülkelerin merkez bankalarınınca 1989'da yapılan bir araştırmaya göre, uluslararası döviz piyasalarında günde 300–400 milyar doları aşkın konvertibil para birimleri el değiştirirken¹¹¹, günümüzde bu rakamın üç trilyon dolardan fazla olduğu tahmin edilmektedir.¹¹²

Günlük brüt döviz işlemlerinin üç trilyon dolar civarında olması ekonomilerin ölçeğinin aşırı derecede büyümesine neden olmuştur. Buna karşılık işlem maliyetlerinin çok düşük ve işlem miktarından bağımsız olması sonucu, yatırımcılar arbitraj ve spekülasyon işlemler sayesinde çok büyük miktarlarda kazanç elde ederken, ülkeler, bu fonların dışarı çıkması neticesinde çok büyük maliyetlerle karşı karşıya kalmışlardır.

Bu yönüyle kısa vadeli sermaye hareketleri üzerine konulacak işlem vergisi "fazla yağlanan uluslararası spekülasyon çarkının dişlerinin arasına biraz kum serpilmesi"ne neden olarak, spekülasyonları daha pahalı hale getirirken, ulusal ekonomileri dışsal şoklara karşı daha dirençli hale getirebilecektir.

¹¹¹ Cumhuriyet Gazetesi, 16 Eylül 1989, s. 14 (NewYork kaynaklı haber),

¹¹² <http://www.kalita-finance.com/newf.php>, 17.06.2006.

J.M. Keynes'in de (1936) üzerinde durduğu işlem vergisi hisse senedi fiyatlarını, bono ve döviz kuru piyasasını uzun vadede spekülörlere karşı güçlendirirken, ulusal ekonominin para politikası üzerindeki özerkliğini de genişletecektir.

Ayrıca finansal spekülasyon sonucu geniş kaynaklar israf edilirken, 'sıfır toplamlı oyun' (zero-sum games) meydana gelmektedir.¹¹³ Bir tarafın kazancı, diğer tarafın kaybı olmaktadır. Bundan dolayı söz konusu işlem vergisi bu kaynakların yenide dağılımına neden olabilecektir.

Tobin vergisinden elde edilecek potansiyel hasılatın büyüklüğüne ilişkin bazı varsayımlar altında hesaplamalar yapılmıştır. Tablo 3.7'den görüleceği üzere, günlük döviz ticaretinin 3 trilyon dolar olduğu, işlemlerin yüzde 20'sinin vergiden müstesna olduğu, ilave bir yüzde 20 oranında vergi kaçağı nedeniyle matraha girmeyeceği ve işlem hacminin vergi sonrasında yüzde 50 oranında düşeceği varsayımıyla, vergi oranının yüzde 0,5 ve 0.1 olduğu durumlara ilişkin potansiyel vergi hasılatı rakamları sırasıyla 1.08 ile 2.16 trilyon dolar olarak hesaplanmıştır¹¹⁴.

Tablo 3.7: Tobin Vergisinden Sağlanabilecek Potansiyel Hasılat

Vergilenebilir Döviz İşlemi	Yıllık Vergi Hasılatı	
	% 1 vergi oranı ile	% 0.5 vergi oranı ile
3 trilyon \$ * 240 işlem günü = 720 trilyon \$	2.16	1.08
% 20 vergi istisnası (720-144) = 576 trilyon \$		
% 20 vergi kaçağı (576-144) = 432 trilyon \$		
% 50 işlem hacmi kaybı = 216 trilyon \$ efektif vergi tabanı		
	trilyon dolar	trilyon dolar

Kaynak: Celali Yılmaz, a.g.m., s.15'den alınarak tarafımızca derlenmiştir.

Sonuç olarak, günlük döviz işlemlerinin üç trilyon olduğu düşünüldüğünde 'spot döviz işlemleri' üzerine konulacak %0,5'lik bir işlem vergisi, yıllık 1.08 trilyon dolar

¹¹³ James Tobin, "A Currency Transactions Tax. Why and How", *The Globalization of Markets. Capital Flows, Exchange Rates and Trade Regimes*, Ed:Jerome L.Stein, Physica-Verlog, Heidelberg, 1997, s.1-6.

¹¹⁴ Celali Yılmaz, 'Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması: Tobin Vergisi', Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Geleneksel Finans Sempozyumu 2004, s.15 http://bsy.marmara.edu.tr/TR/sempozyum_bildirileri/semindex.html 9 Mayıs 2006.

vergi hasılatı meydana getirirken spekülâtif sermaye akımlarında %50'nin üzerinde bir azalmaya neden olabilecektir.¹¹⁵

Gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında bu tür bir uygulama, spekülâtif alanların cazibesini azaltmakla birlikte, üretken yabancı sermaye akımlarının artmasına ve yeni vergi geliri oluşturduğu için de kalkınma amaçlı dış yardım miktarının artmasını sağlayacaktır.

1990'lı yıllar boyunca GOÜ'de yaşanan krizler sermaye kontrollerinin gerekli olduğunu göstermiştir. Özellikle Şili, Kolombiya ve Malezya sermaye hareketlerine karşı sermaye kontrolleri uygulanmıştır.

Bu noktada 'Şili çözümü' (The Chilean Solution) dikkate değer bir özellik taşımaktadır. 1992 Mayıs ayında Şili Hükümeti yabancılardan ilk yıla mahsup olmak üzere %30 civarında bir depozitonun ülke içinde tutulmasını şart koştu. Böylece Şili özellikle 20.yüzyılın son çeyreğinde spekülâtif baskılara mümkün olandan daha fazla direnerek dikkatleri kendine çekmiştir. Fakat burada belirtmek gerekir ki Şili Hükümeti'nin makroekonomik sonuçlar yönünden sağladığı başarının arkasında kısa vadeli sermaye hareketlerine konulan verginin yanısıra özellikle bankacılık sektörüne yönelik tedbirli bir şekilde uygulanan düzenlemeler de önemli rol oynamıştır.¹¹⁶

Malezya deneyimi ise Şili'ye kıyasla daha etkili olmuştur. Malezya hükümeti daha etkili önlemler alarak ülkenin yerel parasına karşı offshore hesaplardan yapılan saldırıları durdurmak adına, yabancılardan Malezya senetleri satışından elde edilecek Ringgit cinsinden gelirlerin çevrilebilmesi için 12 ay bekleme zorunluluğu getirilmiştir.

Şili ve Kolombiya uygulamalarında sermaye hareketleri ülkeye girerken, Malezya uygulamasında ise sermaye hareketleri ülkeden çıkarken kontrole tabi tutulmuştur. İki Latin Amerika ülkesi kazançsız rezerv gereksinimi gibi dolaylı kontrolleri kullanırken, Malezya doğrudan kontrolleri kullanmıştır. İki Latin Amerika ülkesi sermaye hareketlerine karşı Malezya ile karşılaştırıldığında daha yumuşak önlemler almıştır.

¹¹⁵ Tonak, a.g.e., s.35.

¹¹⁶ Don Harding, 'International Capital Flows, Exchange Rates and Macroeconomic Policy', Melbourne Institute Working Paper No.24/99, November 1999, s.8-9, www.ecom.unimelb.edu.au/iaesrwww/home.html, 11 Aralık 2005.

Sonuç olarak, iki Latin Amerika ülkesi kısmi başarılı Malezya ise tam anlamıyla başarılı olarak görülmektedir.¹¹⁷

3.6.3. Tobin Vergisinin Pratikte Uygulanması ile İlgili Sorunlar

James Tobin tarafından 1971 yılında, döviz kuru hareketlerinin azalması ve sistemin istikrara kavuşabilmesi için her döviz kuru hareketinden, çeşitli piyasalardaki 'değişik faiz oranlarını eşitleyen küçük oranda' vergi alınmasına yönelik fikri, uluslararası işlemleri ve likiditeyi azaltması yanında liberalleşmeye aykırı olduğu gerekçesiyle başlangıçtan itibaren kabul görmemiştir.

J. Tobin 1996 yılında bu yaklaşımını biraz değiştirerek uygulanacak işlem vergisinin spekülâtif sermaye hareketlerini azaltmasının yanısıra, toplanacak bu tür bir vergiden oluşturulacak fonun Dünya Bankası aracılığı ile uygun amaçlı yerlerde kullanabileceğini savunarak önerisini yineledi. Bu öneri akademik çevreler tarafından benimsenmesine rağmen, ülke yöneticileri uygulama zorlukları, piyasaların serbestleşmesi ve derinleşmesi ilkesine aykırılığı nedeniyle döviz hareketlerinden vergi alınmasına yanaşmadılar. Bu eğilim halen devam etmektedir.

Ancak uluslararası finans sisteminin en zayıf halkasının kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketleri olması nedeniyle buna karşılık önlemler geliştirip uygulanmaya konulması gerekmektedir. Bu nedenle Tobin vergisine her döviz işleminde değil, ülkeye girdikten kısa bir süre sonra çıkan fonların üzerine, faiz oranları farklılığını giderecek şekilde bir vergi koyarak spekülâtif hareketleri yavaşlatmak pratik bir çözüm yolu gibi gözükmektedir. Ancak bu önerinin de belli nedenlerden dolayı uygulanma güçlüğü bulunmaktadır.

Birincisi, bu verginin koyulması neticesinde vergi ödemek istemeyen sıcak para bir anda ülkeyi terk edebilecektir. Ülkede, bir anda çıkan dövizin yerine aynı tutar, başka bir yolla koyulmadığı takdirde finansal kriz kaçınılmaz hale gelebilecektir. Ayrıca yabancı sıcak paranın yanısıra yerleşik kaynaklı sıcak para da aynı eğilimde olursa ülkede kaos ortamı oluşabilecektir.

¹¹⁷ Yılmaz Engin, "Türkiye'de Finansal Krizlerin Nedeni Olarak Sermaye Hareketleri ve Kontrolüne Yönelik Önlemler", Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir 2004, Wikipedi, Özgür Ansiklopedi, s.3, http://tr.wikipedia.org/wiki/Finansal_sermaye_kontrolleri) 15 Mayıs 2006.

İkincisi bu verginin uygulanabilmesi için, dünyadaki belli başlı bütün finansal merkezlerin işbirliğinin sağlanması gerekmektedir. Aksi takdirde sermaye bu tür verginin uygulanmadığı ülkelere kayacaktır. Örneğin ABD, faiz eşitleme vergisi koyarak ülke dışında 'Eurodolar' piyasalarının oluşumunu sağlamıştır.

Üçüncüsü, gelişmekte olan ülkeler dış ticaretin finansmanı gibi alanlarda kısa vadeli uluslararası likiditeye ihtiyaç duymaktadırlar. Bu nedenle konulacak vergi bu ülkelere akan uluslar arası likidite arzını azaltırken volatilitésinin artmasına neden olabilecektir.

Bunların yanı sıra verginin sermaye girişlerine mi yoksa sermaye çıkışlarına mı uygulanacağı önemli konulardan biridir. Ayrıca kısa vadeli sermayenin ödeyeceği vergiyi kullanıcıya yüklediği veya parasını yatırdığı ürünün fiyatını artırma olanağı bulunduğu konulacak vergi anlamsız olacaktır. Denge, faizlerin artışı ve malın fiyatının yükselişi ile kurulunca sıcak parayı önleme düşüncesi başka sorunları da beraberinde getirebilecektir.¹¹⁸

¹¹⁸ Gazi Erçel, "Sıcak Paraya Vergi", *Sabah*, 18 Mart 2005.

4. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE TÜRKİYE

Ulusal ekonomiye yönelik sermaye hareketleri temelde ekonominin dış dengesizliği ile bağlantılıdır. Cari işlemler dengesinde oluşan açıklar ödemeler dengesinin diğer bölümünü oluşturan sermaye hareketlerindeki fazlalıklar veya rezerv azalışları ile cari işlemler dengesindeki fazlalıklar ise sermaye hareketlerindeki azalışlar veya rezerv artışları ile dengelenmektedir. Ödemeler dengesinde cari açık oluşması durumunda ortaya bir finansman sorunu çıkmakta ve özellikle rezerv düzeyinin yetersiz olduğu durumlarda finansman ancak dış kaynak kullanımı sonucu sağlanmaktadır. Son yıllarda Türkiye gibi GOÜ'e yönelik sermaye hareketlerinin cari açığın finansmanı ile bağlantıları azalmış olmasına ve gittikçe spekülâtif bir nitelik kazanmasına rağmen¹¹⁹ cari açık ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki bütünüyle ortadan kalkmamıştır.

Türkiye ekonomisinin özellikle İkinci Dünya Savaşı sonrasında yerli kaynakların ötesinde kaynak kullanımı gerektiren bir büyüme rayına oturtulması, cari açıkları ve dış kaynak kullanımını kronik bir sorun haline getirirken dış dengesizlikleri artırmıştır. Dış dengesizliğin doğrudan müdahalelerle sınırlandırıldığı dönemlerde, ekonominin iç istikrarının sağlanamaması nedeniyle devrevi dış ödeme krizleri meydana gelmiş ve kapsamlı bir istikrar programının uygulanması zorunlu hale gelmiştir.

Türkiye'de dış dengesizliğin giderilmesi için 1950'lerde dış ticarete müdahale ve kambiyo kontrolleri uygulanırken 1960'lı yıllarda ithal ikamesine dayalı sanayileşme stratejisi benimsenmiş ve dış kaynak kullanımı sanayileşmenin dış finansmanı olarak algılanmıştır.

1960'lı yılların sonlarına doğru uluslararası planda bu genel anlayış değişmeye başlarken, özellikle 1970'li yıllarda dünya ekonomisinde meydana gelen ekonomik krizler sonrasında daha rekabetçi ve piyasacı olma yönündeki anlayış küreselleşme sürecinin hızlanmasına neden olmuştur.

Türkiye'de ise dış ticareti doğrudan müdahalelerden arındırma, 1980'li yılların ortasında gerçekleştirilmiş, kambiyo denetimlerini kaldırarak sermaye hareketlerini

¹¹⁹ Korkut Boratav, '2000/2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri', s.2, http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_agu01, 1 Haziran 2006.

bütünüyle libere etmek ise 1980'lerin sonunda tamamlanmıştır. Bu yönüyle Türkiye söz konusu küreselleşme sürecini ulusal ekonomisine geç yansıtan ülkeler arasında yer almıştır. Küreselleşme sürecinde meydana gelen ilk olumsuz sonuç, 1982 yılında patlak veren "Banker Krizi" dir.

Kuralsız ve hızlı yapılan serbestleşme hareketi, 1989 yılında sermaye hareketlerinin önündeki engellerin tamamen kaldırılmasıyla, ülkenin krizlerle karşı karşıya kalmasına yol açmıştır. Küçük ve gelişmemiş finansal piyasaya sahip ülkemiz spekülative sermayenin giriş dönemlerinde yapay bir büyüme, çıkış dönemlerinde ise ciddi krizler yaşamıştır. Spekülative akımların ülkemize giriş nedeni dünya üzerindeki faiz oranlarının düşmesinden ve ülkemizin yüksek düzeyde arbitraj olanağı sağlayan ekonomi politikalarından kaynaklanmaktadır. Kambiyo rejiminin liberalizasyonu (serbestleşme) Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketlerinin boyutlarını, türlerini ve sonuçlarını değiştirmiştir. Bu süreç içinde birbirine bağlı olarak gelişen üç önemli değişimden söz etmek mümkündür. Bunlardan birisi sermaye girişinin boyutunun genişlemesidir. İkinci değişim, sermaye girişinin resmi kanallardan özel alanlara taşınması, vade yapısının ve türünün değişmesi, 1980 öncesinde olmayan, uygulama alanı bulunmayan sermaye giriş ve çıkış biçimlerinin kullanılmaya başlanmasıdır. Üçüncü değişim ise bu gelişmelerin sonucunda, ekonomiye akan uluslararası sermayenin, ekonomiyi dış dengesizliği ve cari açıklarıyla bağlantısı zayıflarken, rezerv birikimlerini artırmasıdır.¹²⁰

Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin incelendiği bu bölümde ilk olarak finansal liberalleşme süreci ele alınacaktır. Sonraki bölümlerde, sermaye hareketlerinin türleri ve boyutlarına değinilecek ve 1994, 2000–2001 yıllarında meydana gelen krizler üzerindeki etkisi tartışılırken günümüze yönelik durum değerlendirmesi yapılacaktır.

4.1. Türkiye'de Finansal Serbestleşme Süreci

1980'lerden bu yana, küreselleşme süreci çerçevesinde bölgesel pazarlar birbirleriyle olan bağlarını güçlendirmek ve uluslararası sisteme entegre olmak için önemli adımlar atmışlardır. Bu nedenle, bütün sanayileşmiş ülkeler kendi finansal piyasalarını liberalleştirmek için gerekli ekonomi politikalarını uygulamaya

¹²⁰ Berksoy ve Saltoğlu, a.g.e., s.45-47.

başlamışlardır. Bu süreçte pek çok gelişmekte olan ülke de sanayileşmiş ülkeleri takip etmiştir.¹²¹

Finansal serbestleşme Türkiye ekonomisinde, McKinnon ve Shaw modeli çerçevesinde, 24 Ocak 1980 tarihinde yürürlüğe giren 'Yapısal Değişim Programı'nın bir parçası olarak gündeme girmiştir. Böylece Türkiye, serbest piyasa ekonomisini hedefleyen bir paket olarak tanıtılan 24 Ocak kararları ile 1970'li yıllardan itibaren dünya ekonomisi ile entegrasyon çabası gösteren ve 'ihracata yönelik sanayileşme' modelini benimseyen ülkeler arasına girmiştir.¹²²

24 Ocak kararlarıyla uygulanan serbestleşme programının üç ana önceliği bulunmaktaydı. Bunlar; cari işlemler bilançosu (CİB) açığının küçültülmesi ve dış borçların düzenli ödenmesi, makro ekonomide istikrar sağlama önlemleriyle enflasyon hızının düşürülmesi ve son olarak ekonomik büyümenin sağlanması.¹²³

Serbest piyasa ekonomisini ve finansal serbestleşmeyi hedefleyen 24 Ocak kararlarının temel ilkeleri şöyle açıklanabilir:

a. Ekonominin yönetiminde karar bütünlüğü ve tutarlılık sağlanması için devlet ekonomik faaliyetlere mümkün olduğunca girmeyecek, yalnızca altyapı yatırımlarına yönelecek. Ayrıca Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) piyasa koşullarına göre faaliyette bulunacak ve belirli bir süreç içinde özelleştirilecek.

b. Dış ticarete kademeli olarak liberasyona gidilecek, döviz girdi ve çıkışları önündeki engeller kaldırılacak. İhracatın hızla artırılması için gerçekçi ve esnek döviz kuru politikası izlenecek ve Türk Lirası'nın konvertibilitesi sağlanacak.

c. Tasarrufların artırılması ve mali kurumlar aracılığıyla yönlendirilmesi için gerçekçi (reel) bir faiz politikası izlenecek, fiyat ve faiz piyasa koşullarına göre belirlenecek.

¹²¹ TCMB, *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*, Ankara, Haziran 2002, s.10.

¹²² Uzunoğlu ve diğerleri, a.g.e., s.91.

¹²³ Kazgan, *Türkiye Ekonomisinde Krizler*, s.196.

d. İç ve dış finansman açığının kapatılması ve yatırımların istihdam artırıcı şekilde yeniden hızlandırılması için özel yabancı sermaye teşvik edilecek.¹²⁴

24 Ocak kararlarının alınmasında konjonktürel nedenler ve yapısal sorunlar da önemli rol oynamıştır. Bunlara aşağıda kısaca değinilmiştir.

A. Konjonktürel Nedenler

İkinci bölümde, "Uluslararası Dış Borç Krizi" başlığı altında incelenen dönemde Dünya ekonomisinin Aralık 1973'te petrol fiyatlarında meydana gelen yaklaşık %400'lük artışla birinci petrol şokuyla sarsıldığı ve bu şokun etkileri henüz atlatılmadan 1979 yılında petrol fiyatlarının yaklaşık %100 artmasıyla yeni bir petrol şokunun yaşandığı belirtilmiştir. Türkiye'nin özellikle birinci petrol şoku sonucu meydana gelebilecek sonuçları önlemeye yönelik bir ayarlamaya gitmemesi, bunun yerine petrol şokunun neden olduğu ve o zamana kadar hiç görülmemiş şekilde meydana gelen cari açıklarını, rezerv hareketleri ve kısa vadeli borçlanmayla finanse etmeyi çalışması, sahip olduğu yapısal sorunlar ile birleşince ülke 1978 yılına kadar bir "ayarlanmamış kriz" dönemi yaşamıştır.¹²⁵ 1979 sonuna gelindiğinde ise yeni borç ertelemeleri olmazsa tekrar borç ödeyemez duruma girmesi ve taze kredi bulunmazsa ekonominin yönetilemez hale gelmesi olasılığı ile karşı karşıya gelmişti. Ayrıca 1979 yılında artan petrol fiyatlarının 1980'de yeniden yükselmesinin kesin olması karşısında, ihracat geliriyle petrol giderinin bile karşılanması olanaksız hale gelebilecekti. Bunlara, dünya kredi faizlerinin yükselişe ve dolar değerinin artışa geçmeye başlaması eklenince ülke kredi güvenilirliğini yitirmiş, uluslararası ticari finans kurumlarında kredi bulma olanağı kalmamıştı. Bu yönüyle tek yol, pazarlık gücü doruk noktada olan IMF, Dünya Bankası ve OECD'nin onayını almaktı. Kazgan'a göre hükümet bu onayı alabilmek için, IMF'nin onaylayacağını bildiği serbest piyasa ekonomisiyle ekonominin dışa açılmasına yönelik 24 Ocak 1980 programını hazırlamıştır.¹²⁶

¹²⁴ İlker Parasız, *Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar*, Ezgi Kitapevi, Bursa, 2001, s.333-334.

¹²⁵ A.g.e., s.329.

¹²⁶ Kazgan, a.g.e., s.201

B. Yapısal Nedenler

Ekonominin dışa açılması yönünde 24 Ocak 1980 ve sonrasında alınan kararlar sadece dış baskılardan kaynaklanmamış, yapısal sorunlar ve iç baskılar da çok yoğun bir şekilde etkili olmuştu. Özellikle ekonomideki bürokratik müdahalelerin en aza indirilmesini isteyen atılımcı bir "girişimci sınıf" ve bu sınıfın öncülük ettiği değişimler, 1970'li yılların ikinci yarısından itibaren iyice belirginleşmişti. Öte yandan, ekonominin gereksinim duyduğu 1978 ve 1979 yıllarında OECD kredilerinin iyice gecikmesi, borç ödemenin aksaması ve uluslararası piyasadan ticari kredinin artık bulunamaması dolayısıyla içine düştüğü döviz darboğazı, Türkiye'de bazı "şeyler" in değişmesi gerektiğini göstermektedir.¹²⁷ İşte bu değişmesi gereken "şeyler" yapısal sorunlardı. Bunlar ise kısaca; ekonomik politika kararlarının alınmasında ve uygulanmasında hatalar, eksikler ve gecikmelerin olması, 1980'li yıllara doğru giderek artan enflasyon sorunu, petrol ve enerji yetersizliği, ulaşım darboğazı, ithal girdilerin yetersizliği ve finansman sıkıntısı nedeniyle kapasite kullanım oranının düşüklüğü, ihracatta meydana gelen durgunlaşma, yurtiçi tasarrufların azalması, kısa vadeli dış borç yükünün ağırlaşması ve içe dönük ithal ikamesi tipi endüstrileşmenin döviz darboğazına neden olması olarak özetlenebilir.¹²⁸

Türkiye'de bu sorunlar içerisinde gerçekleştirilen finansal liberalizasyonun gelişim süreci ise şöyle gerçekleşmiştir.

1980'lerin ortasında ticaret üzerindeki bütün nicel sınırlandırmalar ve koşullar kaldırıldı ve sermaye hesabına yönelik minimum kontrol getirilerek 1980'li yılların sonunda sermaye hesabı tam olarak liberalize edildi. 1980'li yıllarda Türkiye, OECD içindeki ülkelerin özelliği bağlamında sermaye hesabının liberalizasyonu için yasa çıkararak 1986 yılında genel deregülasyon (düzenlemeden vazgeçme) hükümleri ve OECD kuralları çerçevesinde "korumaları" kaldırdı. 1989 yılında ise borsanın yabancı yatırımcılara açılmasını da içeren, uluslararası sermaye ticaretine yönelik etkili bir liberalizasyon programı uygulayarak sermaye piyasasının gelişimine büyük destek sağladı.

¹²⁷ Kazgan, a.g.e., s.201-202.

¹²⁸ Parasız, a.g.e., s.333.

1980'li yılların başlarında para politikasının etkinliğini artırmak için uygulanan finansal sektöre yönelik reformlarla artan rekabet sonucu, kaynak dağılımının artırılmasına çalışıldı. Otoriteler, eğer finansal piyasalar derinleştirilmez ve dışarıya yönelik stratejide ihtiyaç duyulan finansman yeterli ölçüde karşılanmaz ise, yapısal reformların başarılı bir şekilde uygulanamayacağını belirttiler.

Bunun sonucunda finansal sektöre yönelik reformlar 1980 ve 1990'lı yıllarda sürekli devam etti. Nisan 1985'te "Bankacılık Reform Yasası" kabul edilerek bankaların sermaye ihtiyaçları tedarik edildi ve mevduat sigortası uygulamasına başlandı.

Bu reformlar sonucu oluşan tutarlı yapı Ekim 1989'da kuvvetlendirilerek, sermaye rasyosu Basel Komitesi'nin bankalara yönelik "gözetim ve denetim" tavsiyeleri ile uyumlu hale getirildi.¹²⁹

4.1.1. Döviz Kuru Politikasının Değişmesi

Finansal liberalleşme sürecinde piyasa odaklı politikalara ağırlık verilmesi çabalarının ilk adımı döviz kuru rejiminde yapılan değişiklikler ile atılmıştır. 1980 öncesinde uygulanan sabit döviz kuru rejiminde Türk Lirası'nın değeri hükümet tarafından değişen ekonomik koşullara göre belirleniyor ve ayarlanıyordu. Ayarlamalarda meydana gelen gecikmeler Türk Lirası'nın bazı dönemlerde belirgin şekilde ve aşırı ölçüde değerlenmesine neden olmaktaydı. Bu nedenle Ocak 1980'de uygulamaya konan istikrar programıyla daha gerçekçi ve esnek bir döviz kuru politikası yürütülmeye başlanmıştır. Böylece Türk Lirası'nın diğer para birimleri karşısındaki değeri önemli oranda düşürülmüş, kara borsanın varlığını da engelleyen tek bir geçerli kur oluşturulmuştur ve Mayıs 1981 itibarıyla Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası günlük kur ayarlamalarına başlamıştır.¹³⁰

Döviz kurunun sürekli değiştirilmesiyle amaçlanan temel beklentilerden birisi de uzun dönemde ihracata konu olan malların fiyatını düşürerek ihracatı artırma düşüncesidir.¹³¹

¹²⁹ Shago Ishii and Karl Habermeir, *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*, IMF, Occasional Paper, No:211, Washington, 2002, s.81-82.

¹³⁰ TCMB, *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*, s.11

¹³¹ Yakup Kepenek, Nurhan Yentürk, *Türkiye Ekonomisi*, Remzi Kitapevi, İstanbul, 2001, s.202-203.

Günlük kur uygulamasının yanı sıra 1982 yılı sonunda ticari bankaların döviz pozisyonu bulundurmalarına izin verilmiştir. Bu önlemin amacı, yurt dışından ve paralel piyasalardan bankacılık sistemine döviz transferlerini artırmak ve sermaye kaçışını engellemektir. Döviz kuru rejimi 7 Temmuz 1984 tarihli ve 30 sayılı kararnameyle büyük ölçüde liberalleştirilmiştir.¹³²

4.1.2. Faiz Oranları Üzerindeki Devlet Denetiminin Kaldırılması

1970'li yıllar boyunca hükümet mevduat ve kredi faiz oranlarını doğrudan kontrol etmiştir. Ancak, 1970'lerin sonuna doğru hızla artan enflasyon nedeniyle reel faiz oranları eksiye dönmüştür. Bu nedenle finansal fonlar bankacılık sisteminden çekilip hızla, paralel finansal piyasalara ve dövize kaymaya başlayınca Ocak 1980'de mevduat ve kredi faiz oranlarına konan tavan değerler kaldırılmıştır. Faiz oranları üzerindeki devlet denetiminin kaldırılmasıyla amaçlanan, tasarrufların finansal sisteme çekilmesi ve finansal kuruluşlar arasındaki rekabetin artırılarak finansal sektörün derinleşmesini sağlamaktır. Fakat belli başlı büyük bankalar aralarında bir "centilmenlik anlaşması" imzalayarak faiz oranlarındaki artışı engellemek için ortak bir faiz oranı belirleme kararı almışlardır.

Mevduat faizleri için büyük bankalar tarafından belirlenen bu üst değerler, kredilere olan talebin aşırı şekilde artmasının yanı sıra komisyonculardan ve küçük bankalardan da rekabetçi baskılar gelmesi sonucu kademeli olarak artırılmıştır. Bunun sonucunda pek çok komisyoncu ve küçük banka taahhüt ettikleri ödemeleri yapamayarak 1982 ortalarında iflas etmiştir.

Bu kurumların batması, hükümeti faiz oranlarında geleceğe yönelik trendleri göz önüne alarak yeni düzenlemeler yapmaya itmiştir. Böylece hükümet, en büyük dokuz bankaya faiz oranı belirleme izni ve daha küçük bankalara da bu faiz oranına ek bir prim ödeme izni vermiştir. Ancak büyük bankalar mevduat faiz oranlarını yükseltmeyi de istiyorlardı. Aralık 1983'te Merkez Bankası'na mevduat faiz oranlarını belirleme ve bu oranları düzenli olarak gözden geçirme yetkisi tekrar verilmiştir. Merkez Bankası'nın Haziran 1987'de yayımladığı bir tebliğle bankalara belli bir üst sınıra kadar faiz

¹³² TCMB, a.g.e., s.11.

oranlarını kendileri belirlemeleri için izin verilmiştir. Nihayet 12 Ekim 1988'de tüm mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır.¹³³

Sonuç olarak bakıldığında Türkiye'de bankacılık kesiminin tekelci bir yapı sergilemesi ve bankalarla holdingler arasındaki organik bağlar faiz oranının serbestçe oluşmasına imkan vermeyen etkenlerin başında gelmektedir.¹³⁴

Programın, faiz oranlarını tümüyle serbest bırakmasa bile yükseltilmesini amaçlaması, bir taraftan banka kaynaklarını artırmaya, mal ve hizmet talebini kısıtlamaya neden olsa da, yüksek faiz uygulaması nedeniyle yatırımların ve işletme sermayesinin maliyetini artıracığı ve üretimin daha az sermaye yoğun bir nitelik kazanmasına neden olabilmesi, uzun dönemli gelişme ve sanayileşme açısından olumsuz sayılabilir niteliktedir.¹³⁵

4.1.3. Dış Ticarete Serbestleşme

24 Ocak Yapısal Değişim Programında amaç, serbest piyasa koşullarının egemen kılınması anlayışı olduğu için korumacı politikaların süreç içerisinde terk edilerek, ekonominin daha etkin çalışması ve rekabet gücünün oluşturulması hedeflenmiştir. 1980 öncesinde uygulanan aşırı korumacı ve Türk Lirası'nın diğer paralar karşısındaki değerinin yüksek tutulması temelinde uygulanan dış ticaret politikası ekonominin rekabet gücünü olumsuz yönde etkilerken, sektörlerin tamamen iç talebe yönelik çalışmaları teşvik edilmişti. Böylece korunan sanayi, hantal yapısı ile kolay kazançlar sağlamıştır.

1980 öncesinde ihracatın ve diğer döviz kazandırıcı faaliyetlerin yetersizliği nedeniyle yeterince yapılmayan ithalat da döviz kuru politikasının değişmesi neticesinde kademeli olarak serbestleştirilmiştir. İthalattan alınan damga vergisinin azami oranı %25'ten %1 düzeyine indirilirken, ithalat teminat oranı ise %25 ile %40 oranlarından, %7,5 ile %15 düzeylerine düşürülmüştür.¹³⁶

¹³³ a.g.e., s.11-12

¹³⁴ Hüseyin Şahin, *Türkiye Ekonomisi*, Ezgi Kitapevi, Bursa, 2002, s.195.

¹³⁵ Kepenek ve Yentürk, a.g.e., s.202.

¹³⁶ Uzunoğlu ve diğerleri, a.g.e., s.94.

Yerli üretimin dış rekabete karşı açılması, yerli üretimin dış rekabet gücünü artırma amacından kaynaklanmaktadır. İthalatın serbestleştirilmesiyle yerli üretim gerek nitelik, gerekse maliyet yönünden kendisine çeki-düzen verirken, eğitilmiş olacaktır. Bu süreçte, rekabet edebilen, etkin bir kaynak kullanımı ve maliyet yapısına sahip olan işletmeler ya da karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olan üretim birimleri varlığını sürdürürken, diğerleri üretimden vazgeçecektir. Böylece bir taraftan kaynak kullanımında etkinlik sağlanırken bir taraftan da tüketiciler korunmuş olacaktır.

Tüm bu olumlu görünüme karşın, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde tüketicilerin uyarılması ve benzeri içsel yöntemler uygulanarak bir hazırlık dönemi geçirilmeksizin ithalatın tümüyle ve tek aşamada serbest bırakılması var olan üretim olanaklarını azaltabileceği gibi, buna bağlı olarak işsizliği de artırabileceği olasılığı gözden kaçırılmıştır.¹³⁷

Tüm bu gelişmeler ışığında Türkiye, 1980 sonrası uygulanan dış ticarete kademeli serbestleşme ile finansal serbestleşmenin önemli bir parçasını da yerine getirmiş olmaktadır.

4.1.4. Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kurulması

1981'de yürürlüğe konan Sermaye Piyasası Kanunu, Türkiye'de sermaye piyasalarının düzenlenmesini, desteklenmesini ve denetlenmesini, güvenli, şeffaf ve dengeli bir şekilde işleyen sermaye piyasaları yoluyla yatırımcıların hak ve çıkarlarının korunmasını amaçlamış ve böylece menkul kıymetler piyasalarının gelişimini destekleyen en önemli adımlardan biri olmuştur.

Bunu takiben, sermaye piyasalarının koşulları ve işleyiş mekanizması üzerinde düzenleme ve denetleme yetkisine sahip olacak şekilde ve Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tâbi olarak 1982'de "Sermaye Piyasası Kurulu" kurulmuştur. Bu tarihten itibaren bankalar ve diğer finans kurumları sermaye piyasasında yürüttükleri aracılık faaliyetlerinde Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri ve Sermaye Piyasası Kurulu denetimine tâbi hale gelmişlerdir.¹³⁸

¹³⁷ Kepenek ve Yentürk, a.g.e., s.204.

¹³⁸ TCMB.a.g.e., s.16.

4.1.5. Devlet İç Borçlanma Senetleri İhalelerine Başlanması

1980'lerden önce finansal açıklar sık sık Merkez Bankası tarafından doğrudan para basılması suretiyle karşılanıyordu. Merkez Bankası tarafından Hazine'ye verilen kısa vadeli avansın miktarı o yılın bütçe ödeneği toplamının yüzde 15'i ile sınırlandırılmış olup, bu uygulama Nisan 1994 finansal krizine kadar geçerliliğini korumuştur.

1985 yılına kadar hükümetler finansal açıklarını kapatmak için devlet iç borçlanma senetleri ihraç etmek yerine yoğun biçimde Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans imkânını kullanmayı tercih etmişlerdir. Bu nedenle para politikası da büyük ölçüde maliye politikasına dayalı olmuştur. İlk kez Mayıs 1985'te hükümet bütçe açıklarını kapatmak için devlet tahvili ve bonosu çıkarmaya başlamıştır. Böylece, kamu açıklarının Merkez Bankası bilançosu üzerindeki olumsuz etkilerinde belli bir ölçüde azalma olmuştur.

Hükümetin bono ihaleleriyle birlikte, Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri* yürütmesi ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) ikinci el bono ve tahvil piyasasının oluşturulması için gerekli zemin de hazırlanmış olmuştur. Böylece, hükümetin DİBS ihaleleri, bu kıymetlerin faiz oranları piyasa koşullarında belirlendiği ve sıfır-kredi riskine sahip oldukları için, finansal kurumlar ve finansal olmayan kurumlar için cazip bir yatırım alanı haline gelmiştir. Bu ihalelerden elde edilen gelirler rekabetçi teklif verme usulüyle belirlendiği ve ihalelerin hacmi de büyük olduğu için belirlenen faiz oranları ekonominin gösterge faiz oranlarından biri kabul edilmeye başlanmıştır. Bu ihalelerin getirileri faiz oranlarının geleceği hakkında piyasalara fikir vermeye başlamıştır.

1994'te yaşanan finansal krizden sonra Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kullandığı kısa vadeli avans miktarı bir önceki finansal yılın genel bütçe ödenekleri toplamıyla cari yılın genel bütçe ödenekleri arasındaki farkın %12'siyle sınırlandırılmıştır. Bu oran 1996'da %10'a; 1997'de %6'ya ve takip eden yıllarda da %3'e düşürülmüştür. 2001 yılında çıkarılan yeni Merkez Bankası Kanunu'yla kısa vadeli borç verme uygulaması tamamen kaldırılmıştır.¹³⁹

* Bankalararası Para Piyasası 2 Nisan 1986 tarihinde faaliyete başlarken, açık piyasa işlemlerine Şubat 1987'de başlamıştır.

4.1.6. Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi

1980'lerin ikinci yarısından itibaren, uluslararası mali sermaye akışkanlık kazanmaya başladı. Teknolojik gelişmelerin de etkisiyle, bu akışkanlık 1990'lı yıllarda beklenmedik ölçülerde arttı. Bu koşullarda, orta gelirli ülkelere yönelik resmi-nitelikli dış kaynak akımları azalma eğilimine girerken, bu ülkeler -kimi istisnalar dışında- sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri azaltarak veya tümüyle kaldırarak özel nitelikli dış kaynak girişlerini kolaylaştıran politika rejimlerini uygulamaya başladılar. Bu bağlamda, uluslararası yatırımcılara portföy çeşitlendirmesi fırsatı sağlayan "yükselen piyasalar" (emerging markets) olgusu meydana geldi.¹⁴⁰

Türkiye'de sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi çalışmaları 1980'lerde yürütülen ekonomik ve finansal reformlarla bağlantılı olarak başlatılmış ve 1989 yılında tamamlanmıştır. 1980'den önce sermaye hareketleri döviz işlemlerine ilişkin düzenlemelerle kontrol ediliyordu. Liberalleşme süreci, 1980'den sonra 28 ve 30 No'lu kararnamelerle başlatılmış ve bu kararnameler uyarınca Aralık 1983 ve Temmuz 1984'te uygulamaya konmuştur. Bu kararnameler ile sermaye hareketleri kısmen liberalleştirilmiş, sermaye hareketlerinin tamamen liberalleştirilmesi süreci 1989 yılında 32 No'lu Kararname ile tamamlanmıştır.* 32 No'lu Kararname 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Bu kararname ve ilgili düzenlemelerle sermaye hareketleri tamamen liberalleştirilmiş ve konvertibiliteye yönelik en önemli adımlar da atılmıştır.¹⁴¹ Aşağıda 1988-91 yılları arasında sermaye hesabına yönelik liberalizasyon hareketi yıllara göre ele alınmıştır¹⁴².

Temmuz 1988: Yabancı yatırımcıların ve yatırım fonlarının Türk Sermaye Piyasasına girişine izin verilerek, menkul kıymetlerin alınması ve Türk şirketlerine ortak olunmasına izin verildi.

¹³⁹ a.g.e., s.14-15

¹⁴⁰ Merih Celasun, 2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme, s.6.
<http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf>, 11 Mart 2006

*1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun'un verdiği yetkiye dayanılarak 11 Ağustos 1989 tarih ve 20249 sayılı Resmi Gazete'de 89/14391 kanun no'lu ve 32 sayılı Türk Parasın Kıymetini Koruma Hakkındaki Bakanlar Kurulu Kararı yayımlanmıştır. 32 sayılı karar, Türkiye'de ikameti olanları yurtiçinde yerleşik olarak tanımlamakta, kişi tanımı, gerçek ve tüzel kişileri kapsamaktadır. (www.rega.basbakanlik.gov.tr)

¹⁴¹ TCMB. a.g.e., 17-18.

¹⁴² Ishii and Habermeir, a.g.e., s.82.

Ağustos 1989: Türkiye'de yerleşik kişilerin 25 milyon dolara kadar yurtdışına doğrudan yatırım yapmalarına izin verildi. Yerleşik olmayanlara İMKB'de kote edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satma serbestisi getirilerek bu menkul kıymetlerin gelirinin yurtdışına transferine de izin verildi.

Şubat 1990: Yerleşik kişilerin yurtdışına beş milyon dolara kadar nakit yatırım yapmalarına, banka veya özel finansal kuruluşların aracılığıyla yurtdışından kredi elde etmelerine izin verildi.

Haziran 1991: Yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurtdışına Türk Lirası göndermelerine izin verildi.

Yerleşik kişilerin, yurt dışına menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmalarına izin verildi. Ayrıca yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurt dışına çıkarmalarına da izin verildi.

Türkiye'de sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesine yönelik reformlara günümüzde de devam edilmektedir. Buna rağmen Avrupa Komisyonu tarafından 9 Kasım 2005 tarihinde yayımlanan Türkiye 2005 ilerleme raporunda bu reformlara dikkat çekilirken Türkiye'nin 'sermayesinin serbest dolaşımına' yönelik fasıla ilişkin müktesebata uyumunun ve uygulamanın düşük seviyede olduğu belirtilmiştir.

Sermayenin serbest dolaşımına ilişkin müktesebata göre üye devletler, AB içinde ve üye devletler ile üçüncü ülkeler arasında, bazı istisnalar dışında, sermayenin serbest dolaşımına ilişkin tüm kısıtlamaları kaldırmalıdır. Müktesebat ayrıca, sınır ötesi ödemelere ve menkul kıymetlerle ilgili havale emirlerinin yerine getirilmesine ilişkin kuralları da içermektedir. Kara para aklama ve büyük nakdi işlemlerle uğraşılması sırasında, bankaların ve diğer işletmecilerin mali suçla mücadelenin kilit bir koşulu, denetim, kolluk ve adli kovuşturma makamları arasındaki işbirliği de dahil olmak üzere, etkili idari ve takip kapasitesinin yaratılmasıdır.

Sonuç olarak, 2005 yılında yayınlanan son ilerleme raporundan sonra Türkiye, bilhassa sermaye hareketlerine yönelik sektörel kısıtlamaların kaldırılması ve kara para aklamayla mücadele alanında bazı ilerlemeler kaydetmesine rağmen ödeme sistemleri

ve sınır ötesi havaleler alanında herhangi bir ilerlemenin kaydedilmediği belirtilmektedir.¹⁴³

4.1.7. Bankacılık Sektörüne İlişkin Reformlar ve Düzenlemeler

Türk bankacılık sektörünün geleneksel olarak Türkiye'deki finansal sistemde çok önemli bir rolü olmuştur. 1980'lerde uygulamaya konan liberalleştirme politikasının bir sonucu olarak Türk bankacılık sektöründe bir dizi kurumsal ve yasal reformlar yapılmıştır. Bu reformların asıl amacı, bankalar arasında rekabeti teşvik ederek finansal sistemin sağlamlığını ve etkinliğini arttırmaktır.

1983'te Bankalar Kanunu'nda yapılan bir değişiklikle Merkez Bankası bünyesinde Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kurulmuştur. TMSF'nin kurulmasının esas amacı, bankacılık sisteminde ardi ardına meydana gelen iflaslar sonucunda sarsılan kamu güvenini yeniden sağlamak ve mevduat sahiplerini bankacılık krizlerinin olumsuz etkilerinden korumaktır.

1980'lerden bugüne kadar iki Bankalar Kanunu onaylanmış ve yürürlüğe konmuştur. Bunlardan birincisi 2 Mayıs 1985'te yürürlüğe giren Bankalar Kanunu'dur. 1985'teki Bankalar Kanunu daha çok bankacılık sistemindeki yapısal sorunlara ilişkin hükümler içermektedir. Temel amacı, bankacılık sistemine akılcı bir düzenleme ve denetleme sistemi getirmek için gerekli yasal altyapıyı oluşturmaktır. 1985 Bankalar Kanunu, bankaların standart bir muhasebe sistemi kullanmalarını öngörüyor ve bankaların yasal işleyişlerini ve finansal yapılarını incelemek ve denetlemek üzere Bankalar Yeminli Murakıpları'nı yetkilendiriliyordu. Bunlara ek olarak, bankaların bağımsız denetleyiciler tarafından da uluslararası muhasebe standartlarına göre her sene denetlenmesi hükmü getiriliyordu. Hükümet, riskli bankaların yönetimlerini değiştirmeye yetkili kılıyor ve bireysel müşteriye açılan kredi miktarı, katı kurallar çerçevesinde sınırlandırılıyordu.¹⁴⁴

Ayrıca bankacılık sisteminde kaynakların daha etkin bir şekilde kullanımını sağlamak için 2.04.1986'da Bankalar arası Para Piyasası kurulmuştur. Sistem elinde

¹⁴³ European Commission, Turkey 2005 Progress Report, Brussels, 9 November 2005, Gayr-ı Resmi Tercüme, Avrupa Birliği Merkezi, Ankara, 2005, s.70-73, www.abmankara.org.tr, 12 Nisan 2006.

¹⁴⁴ TCMB, Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, s.17-18

kullanılmamış nakit fazlası olan bankalardan nakit gereksinimi olan bankaların borç vererek kendilerine gelir sağlama olanağı vermektedir. Ekonomi açısından piyasanın kısa dönemli likidite sıkıntısı ortadan kalkmakta ve Merkez Bankası'nın ek emisyonu başvurmasına gerek kalmamaktadır. Böylece borç almak ya da vermek isteyen bir banka, Merkez Bankası'na müracaat ederek borç almak ya da vermek istediğini ya da verebileceği faiz oranını ve vadesi bildirmektedir.¹⁴⁵

İkinci Bankalar Kanunu ise 18 Haziran 1999 tarihinde yürürlüğe konmuştur. 1999 Bankalar Kanunu bankaların finansal yapılarıyla denetim mekanizmasının güçlendirilmesini hedefleyen geniş tedbirler içermektedir. Bu konular bankacılık sektöründe etkinliği, sağlamlığı ve rekabeti artırmak, kamu güvenini sağlamak ve bankacılık sektöründen kaynaklanıp ekonomik yapıyı tehdit edebilecek potansiyel riskleri önlemek amacıyla örgütsel ve finansal açıdan özerk bir yapıya sahip olan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) kurulmuştur.¹⁴⁶

Bankacılık sektörü reformu çerçevesinde, önemli adımlar atılarak sistemin sağlıklı bir yapıya kavuşturulabilmesini sağlamak için çeşitli önlemler alındı. Bu önlemler çerçevesinde özellikle Kamu Bankalarının yeniden yapılandırılmasıyla ilgili olarak kamu bankalarının kar/zararlarını, likiditesini ve faiz oranı marjlarını izlemek için bir izleme programı oluşturulmuştur. Ayrıca Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu (TMSF) yönetiminde bulunan bankaların sorunlarının çözülmesi ve tasfiyesi ile ilgili olarak gelişmeler yaşandı. Özel bankacılık sektörünün güçlendirilmesine yönelik, mali bünyeleri zayıf özel bankalarla, sermaye yeterliliği rasyolarının 2001 yılı sonu itibarıyla %8'e yükseltilmesine yönelik planları içeren takvime bağlı taahhüt mektupları üzerinde anlaşmaya varıldı. Bankaların ve iştiraklerinin birleşmesini kolaylaştırmak üzere gerekli yasal düzenleme yapıldı. Ayrıca BDDK, bankaların birleşmesi ve devirleriyle ilgili genel prensipleri ve prosedürleri tanımlamak üzere 27 Haziran 2001 tarihinde bir yönetmelik yayımladı. Bu bağlamda, 26 Temmuz 2001 tarihinde, Osmanlı Bankası A.Ş. ile Birleşik Türk Körfez Bankası A.Ş.'nin birleşmesine izin verilmiştir.¹⁴⁷ Bundan sonra banka birleşme ve satın alma yönünde önemli gelişmeler yaşandı. Bu bağlamda ulusal ve uluslararası düzeyde faaliyet gösteren bankalar finans sektöründeki rekabet artışı

¹⁴⁵ Parasız, Para Banka ve Finansal Piyasalar, s.113.

¹⁴⁶ TCMB, a.g.e., s.18-19.

¹⁴⁷ BDDK, 'Bankacılık Sektörü Reformu Gelişme Raporu', 2001, s.1-3, www.bddk.gov.tr. 15 Nisan 2006.

nedeniyle özellikle sinerji etkisi yaratmak, çeşitlilik sağlayarak riski azaltmak ve pazar payı geliştirmesi için banka birleşme ve satın almalarına başvurdular.¹⁴⁸

4.2. Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri

Türkiye ekonomisinde 1980 yılında başlatılan liberalizasyon süreci Ağustos 1989'da yayınlanan 32 sayılı kararname çerçevesinde kambiyo kontrollerinin kaldırılması ve sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla tamamlanmış ve bu yıldan itibaren sermaye hareketlerinde büyük artışlar meydana gelmiştir. 1980'li yılların ortasından itibaren artmaya başlayan uluslararası sermaye girişi, 1990'lı yıllarda katlanarak büyümüş, 1984 yılında 73 milyon dolar olan net sermaye girişi, 1989 yılında 780 milyon dolara, 1996 yılında 8763 milyon dolara yükselmiştir. 2001 yılında ise yaşanan krizlerin etkisiyle kuvvetli sermaye çıkışları meydana gelmiş ve 13.882 milyar dolar çıkış gerçekleşmiştir.

Tablo.4.1: Türkiye Ekonomisine Net Sermaye Akımları: 1989-2005 Milyon \$

	Kısa Vadeli Sermaye	Portföy Yatırımları	Diğer Uzun Vadeli Ser	Doğrudan Yatırımlar	Toplam Ser. Hareketleri
1989	-584	1386	-685	663	780
1990	3000	547	-210	700	4037
1991	-3020	623	-783	783	-2397
1992	1396	2411	-938	779	3648
1993	3054	3917	1370	622	8963
1994	-5127	1158	-784	559	-4194
1995	3713	237	-79	772	4643
1996	5945	570	1636	612	8763
1997	1761	1634	4788	554	8737
1998	2601	-6711	3985	573	448
1999	759	3429	345	138	4671
2000	4200	1022	-1130	112	9610
2001	-11006	-4515	-1130	2769	-13882
2002	-1279	-593	2338	863	1329
2003	3559	2569	-956	1195	6367
2004	7502	8023	6131	1988	23644
2005	8643	13709	13384	8603	44339

Kaynak: TCMB Yıllık Raporlardan (1996-2005) yararlanılarak tarafımızca derlenmiştir.

2001 yılından sonra uygulanan istikrar politikaları, sermaye hareketlerinin tekrar artıya dönmesine ve hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur. 2003 yılında 6.367 ve 2004 yılında 24 milyar dolar civarında olan sermaye hareketleri, 2005 yılında 44.339 milyar dolar gerçekleşerek rekor seviyeye ulaşmıştır.(Tablo 4.1)

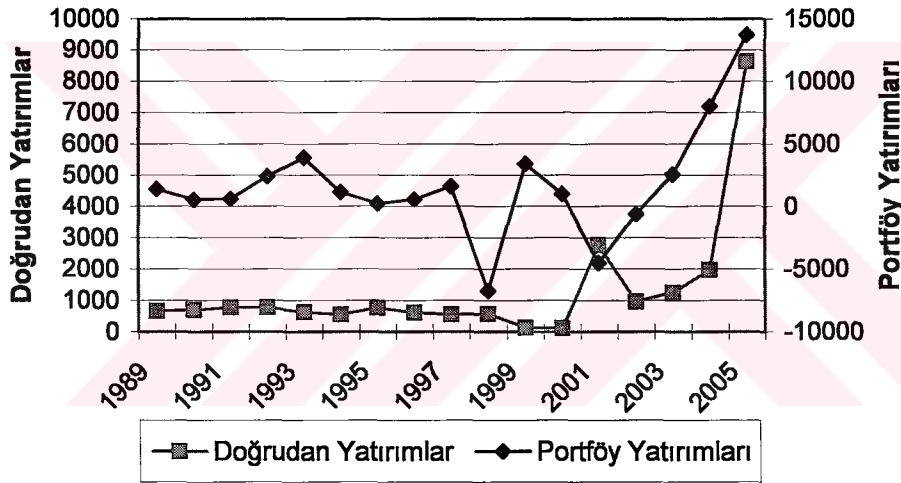
¹⁴⁸ Kemal Ünlü, Banka Birleşmeleri, Yayınlanmamış Lisans Bitirme Tezi, Uludağ Üniversitesi, Bursa, 2003, s.9-14.

4.2.1. Doğrudan 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 yatırım” olarak tanımlanmaktadır.¹⁴⁹

Türkiye'de toplam sermaye hareketleri içinde doğrudan yabancı yatırımın ve uzun vadeli yabancı yatırımın payı hızla artmaktadır. Özellikle yapısal reformlar devam ettiği ve istikrar korunduğu sürece daha da artacağı otoriteler tarafından belirtilmektedir.

Şekil 4.1: Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları



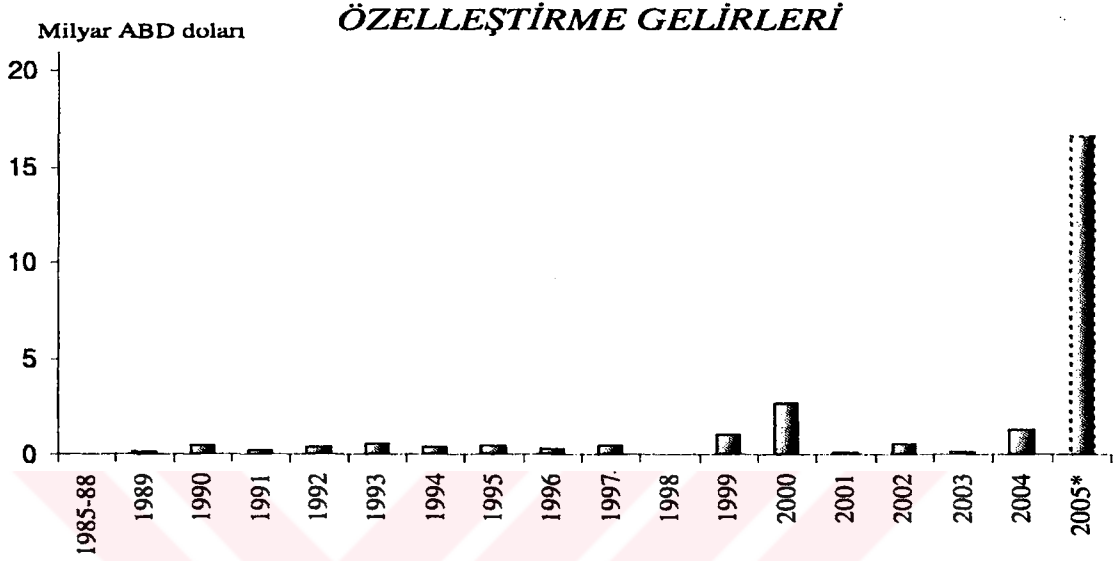
Kaynak: HM, Ekonomik Göstergeler, Ödemeler Dengesi verilerinden yararlanılarak tarafımızca derlenmiştir.

1980–2000 dönemini kapsayan 20 yıllık dönemde yabancı sermaye girişi kademeli olarak artmasına rağmen yıllık ortalama 500 milyon ABD doları civarında olmuştur. 2000–2004 dönemini kapsayan beş yıllık dönemde ise bu rakam 2 milyar dolara yükselmiştir. 2005 yılına gelindiğinde ise net doğrudan yatırımlar 8,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

¹⁴⁹ Karluk, a.g.m., s.100.

Ayrıca 2005 yılında özelleştirme ve diğer uygulamalar kapsamında yabancılar tarafından taahhüt edilen miktar 20 milyar doları bulmuştur. Bu rakam Türkiye'nin son 20 yılda elde ettiği bütün özelleştirme gelirlerinin 2 katından fazladır.¹⁵⁰

Şekil 4.2: Özelleştirme Gelirleri



* Kaynak: ÖİB, Ekim 2005 itibariyle.

4.2.2. Portföy Yatırımları

Kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, genellikle devlet ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir.

Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları 1986 yılından itibaren başlamıştır. Bu yılda giriş ve çıkışlar netleştirilmiş olarak 146 milyon dolarlık portföy yatırımı gerçekleşmiştir. (1987 yılında 282 milyon dolar, 1988'de 1 milyar 178 milyon dolar ve 1989 yılında 1 milyar 386 milyon dolarlık portföy yatırımı amaçlı giriş olmuştur)¹⁵¹

2000'li yıllara gelindiğinde yaşanmış olan krizlerin etkisiyle (1994 krizi sonrası olduğu gibi) portföy yatırımlarında ani değişimler söz konusu olmuştur. 2000 yılında 1.02 milyar dolar net portföy yatırımı gerçekleşirken, 2001 ve 2002'de (-) değerlere düşerek sırasıyla 4,5 milyar dolar ve 593 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Gerçekleştirilen yapısal reformlar neticesinde 2003 yılında tekrar (+) değere yükselerek

¹⁵⁰ TCMB, Ekonomik Görünüm, Ekim 2005, s.38. www.tcmb.gov.tr, 11 Kasım 2005.

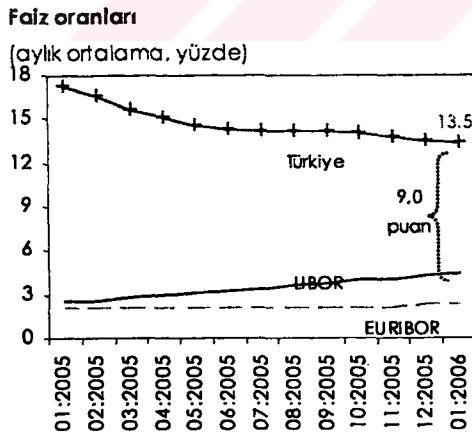
¹⁵¹ Uzunoğlu ve diğerleri, a.g.e., s.124.

2003 ve 2004 yıllarında sırasıyla 2.46 ve 8.02 milyar dolarlık portföy yatırımı gerçekleşmiştir. (Tablo 4.1.)

2005 yılına gelindiğinde ise AB'den müzakere konusunda tarih alınmasıyla yabancıların yurt içinde menkul kıymet alımı hız kazanmıştır. Yurt dışı yerleşikler Ocak-Aralık döneminde İMKB'de net 5.7 milyar ABD doları değerinde hisse senedi, net 5.9 milyar ABD doları değerinde DİBS alımı gerçekleşmiştir. Ayrıca, Hazine tarafından tahvil ihracı yoluyla bu dönemde toplam 6,5 milyar ABD doları borçlanılmış ve 3,1 milyar ABD doları geri ödeme yapılmıştır. Böylece 2005 yılında portföy kaynaklı net 13,7 milyar ABD doları giriş gerçekleşmiştir. 2006 yılı Ocak ayında ise yurt dışı yerleşikler DİBS ve hisse senedi alımını sürdürmüşler ve 465 milyon ABD doları tutarında hisse senedi, 255 milyon ABD doları tutarında DİBS alımı yapmışlardır.

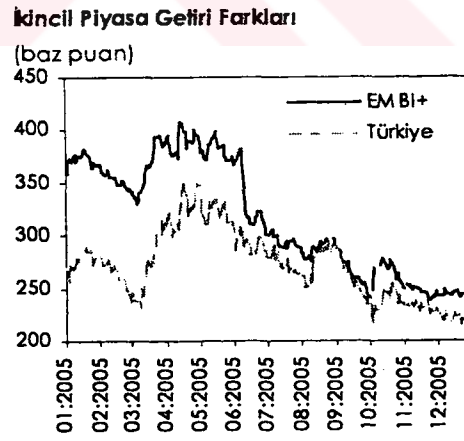
Ayrıca şekil 4.3 ve 4.4'te de görüleceği üzere Türkiye'de, gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında, getiri farklarının gerilemesine ve faiz oranlarının düşmesine rağmen, portföy yatırımlarında giriş yönlü eğilimin sürdüğü dikkat çekmektedir. Bu durum, faiz farklarının yanı sıra, yapısal reformlar neticesinde ekonomik istikrarın sürmesi ve ileriye yönelik olumlu beklentilerin söz konusu yatırımlarda önemli etkisi olduğunu göstermektedir.¹⁵²

Şekil 4.3: Faiz Oranları



LIBOR: 1-ay vadeli ABD doları mevduat için önerilen faiz oranı.
EURIBOR: 1-ay vadeli euro mevduat için önerilen faiz oranı.
Türkiye: Bankalararası para piyasasında gecelik faiz oranı
Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi Raporu, 2005, s.21

Şekil 4.4: İkincil Piyasa Getiri Farkları



Getiri Farkı (spread): Ülkelerin devlet tahvilleri getirileri ve ABD Hazine tahvil getirileri arasındaki fark

¹⁵² TCMB, Ödemeler Dengesi Raporu, 2005-IV, s.22.

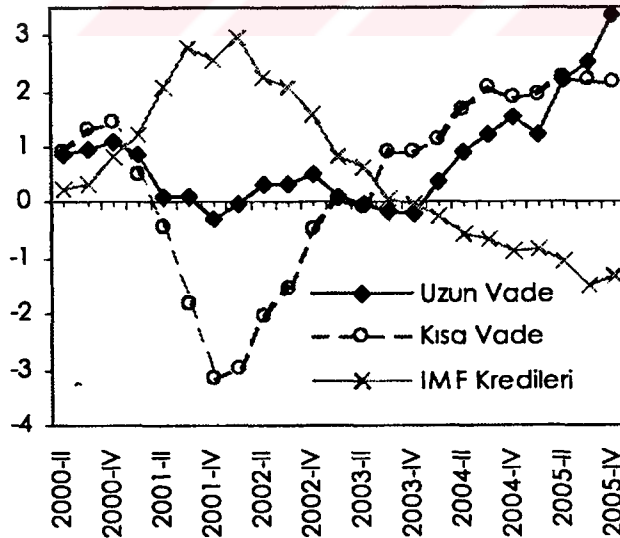
Dünya genelinde faiz oranlarının ve getiri oranlarının yükselişe geçtiği 2005 yılının başlarında Türkiye’de, bankalar arası para piyasasında gecelik faiz oranı % 18 iken bu oran 2006 yılının başlarında % 13,5 seviyelerine kadar inmiştir. Aynı dönemde ABD’de ise % 3 seviyelerinde olan bir ay vadeli ABD doları mevduat için önerilen faiz oranı, % 5 seviyelerine kadar yükselmiştir. Ayrıca Türkiye’de 370 baz puan seviyelerinde olan getiri oranları 250 baz puanın altına kadar inmiştir.

4.2.3. Diğer Sermaye Yatırımları

Diğer sermaye akımları doğrudan yatırım, portföy yatırımları ya da rezerv varlık dışında kalan tüm finansal işlemleri içermektedir. Yurt içinde yerleşik kişilerin yurt dışında yerleşik kişilere açtığı ticari ve nakdi krediler ile bankaların yurt dışı muhabirleri nezdindeki döviz varlıkları bu bölümde ele alındığı gibi yurt içinde yerleşik kişilerin yurt dışında yerleşik kişilerden sağladıkları ticari ve nakdi krediler ile T.C. Merkez Bankası ve bankalar nezdinde yurtdışı yerleşik kişiler adına açılan döviz hesapları da bu kalemde ele alınır.¹⁵³

Şekil 4.5: Diğer Sermaye Akımları

Diğer Sermaye Akımları
(12-aylık ort.. milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi Raporu 2005, s.5

¹⁵³ TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleri ile Türkiye Uygulaması, s.18-19, www.tcmb.gov.tr, 12 Aralık 2005.

Türkiye'ye yönelik diğer uzun vadeli sermaye hareketleri ile kısa vadeli sermaye hareketleri karşılaştırıldığında Şekil 4.5'te görüldüğü üzere kısa vadeli sermaye hareketlerinin baskın ve değişken olduğu görülmektedir.

2000 yılında diğer yatırımlar kalemi altında 11,8 milyar dolar tutarında sermaye girişi gerçekleşmişken bu rakam 2001 yılında yaşanan krizin etkisiyle (-) değere düşerek 2.066 milyar dolar tutarında çıkış yaşanmıştır. Krizden sonra gerçekleştirilmeye çalışılan yapısal reformlar sonucu 2002 yılında 7.19 milyar dolar tutarında sermaye girişi gerçekleşirken 2003 ve 2004 yıllarında sermaye girişleri devam ederek sırasıyla 3.42 ve 4.15 milyar dolar tutarında sermaye girişi yaşanmıştır. 2005 yılına gelindiğinde ise diğer yatırım kalemi altında net 16,4 milyar dolar tutarında sermaye girişi yaşanmıştır.(Tablo 4,2)

2005 yılında Türkiye'de yerleşik özel sektör ve bankalarca yurt dışından sağlanan net 16,1 milyar ABD doları tutarındaki uzun vadeli krediler, bu girişin temel kaynağı olmuştur. Bu dönemde, ayrıca, vadeli ithalat kaynaklı net 3,4 milyar ABD doları kısa vadeli ticari kredi kullanmıştır. Vadeli ihracat karşılığı açılan ticari krediler ise 2005 yılında net 0,6 milyar ABD doları olmuştur. Aynı dönemde, özel sektör ve bankalarca kullanılan kısa vadeli krediler net 3 milyar ABD doları olmuştur.¹⁵⁴

¹⁵⁴ TCMB, Ödemeler Dengesi Raporu, 2005 IV, s.23.

Tablo 4.2: Sermaye ve Finans Hesapları (milyon ABD Doları)

	Sermaye ve Finans Hesapları Finans Hesabı															
	Doğrudan Yatırımlar				Portföy Yatırımları				Diğer Yatırımlar				Yükümlülükler			
	Net	Net	Net	Net	Net	Net	Net	Net	Net	Net	Net	Net	Net	Net	Net	
2000	12581	1112	1022	-593	489	1126	11801	-1690	13740	805	3348	117	4378	5025	622	-642
2001	-1633	2855	-4515	-788	-79	-3648	-2667	927	-2066	-1930	10229	-1977	-8076	438	736	-1568
2002	1406	962	-593	-2096	-16	1519	7190	594	7967	2483	-6138	11834	-1028	371	1336	-988
2003	3095	1253	2465	-1386	905	2946	3424	724	4410	2181	-1479	-765	1975	1022	497	871
2004	13337	1988	8023	-1388	1427	7984	4150	-5965	11105	4201	-4414	-267	5708	5072	-209	856
2005	20869	8603	13709	-961	5669	9001	16404	-270	15914	3434	-2881	-4637	9116	10080	-787	1276
2004 I	6441	543	2799	140	503	2156	2885	1079	1739	969	-1110	-560	657	1531	6	255
II	2215	495	1207	184	-25	1048	1574	-1230	3677	1149	-1084	118	1254	1547	-75	703
III	1925	591	449	-898	226	1121	1503	-3647	4247	1352	-1093	872	1680	1252	-23	113
IV	2756	359	3568	-814	723	3659	-1812	-2167	1442	731	-1127	-697	2117	742	-117	-215
2005 I	5669	609	3797	-1137	1851	3083	4538	3572	381	650	-1008	-381	754	456	-113	11
II	4147	123	3062	90	991	1981	4341	-2949	6958	1347	-945	-1189	4057	2887	-191	870
III	3244	2316	2062	-335	1828	569	773	-3460	4266	724	-603	-1983	1978	2950	-269	1310
IV	7809	5555	4788	421	999	3368	6752	2567	4309	713	-325	-1084	2327	3787	-214	-915
2005 Oca	2411	142	3068	-856	853	3071	1291	866	-326	-220	-162	-133	388	-113	-37	-51
Şub	1750	326	1479	46	526	907	-640	392	-1266	-230	-497	-132	-542	277	-29	-115
Mar	1508	141	-750	-327	472	-895	3887	2314	1973	1100	-349	-116	908	292	-47	177
Nis	2454	70	-125	-256	311	-180	1743	-696	2355	792	-159	-329	573	837	-53	676
May	1361	-42	978	428	96	454	-325	-1741	1245	408	-450	-722	559	922	-83	558
Haz	332	95	2209	-82	584	1707	2923	-512	3358	147	-336	-138	2925	1128	-55	-364
Tem	1307	1098	1025	-715	571	1169	2202	-317	2284	107	-153	-248	879	1469	-30	205
Ağu	595	484	-619	-31	501	-1089	-1525	-2291	512	351	-114	-1388	150	784	-118	789
Eyl	1342	734	1656	411	756	489	96	-852	1470	266	-336	-347	949	697	-121	316
Eki	889	889	277	-244	-174	92	3841	4836	-718	510	0	-621	-801	177	-73	69
Kas	1098	3125	2471	326	977	1168	-694	-1185	-49	-153	0	-1712	1743	1459	-63	-1322
Ara	5822	2153	2561	257	196	2108	3605	-1084	5076	356	-325	1249	1385	2151	-78	338

Kaynak: TCMB.

4.3. Sermaye Hareketlerinin Temel Makro Ekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri

Bu bölümde, kuramsal temeli 3.4'te aktarılan sermaye hareketlerinin makro ekonomik göstergeler üzerindeki etkileri, 1989–2005 dönemindeki gelişmeler göz önüne alınarak, özellikle de kriz dönemlerinde gündeme gelen yüksek spekülasyon sermaye girişlerinin ekonominin farklı büyüklükleri üzerine olan etkileri Türkiye ekonomisi bağlamında ayrıntılı bir biçimde ele alınacaktır.

4.3.1. Cari Açık ve Sıcak Para Olgusu

Daha önce'de belirtildiği gibi, gelişmekte olan ülkelerde, sermaye hareketleri serbestleşmesinin en olumsuz sonuçlarından biri dış ticaret alanında gerçekleşmektedir. Aşırı sermaye girişi sonucunda yerli para yabancı paralar karşısında değer kazanmakta, bu durum ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmakla birlikte, ucuzlayan ithalat ekonominin ithalata bağımlılığını artırmaktadır. Hızla büyüyen dış ticaret açıkları, ülkelerin cari işlem açıklarının da artmasına yola açmaktadır. Ancak sermaye girişi sürdükçe bir ödeme sorunu ortaya çıkmamaktadır. Ülkemizde, esas olarak faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizlikten kaynaklanan arbitraj ögesine dayanan sermaye girişi, faiz oranlarının devamlı olarak yüksek, döviz kurunun ise değerli olmasını gerektirmektedir. Bu durum ülke ekonomisinin gerek iç gerekse dış dengelerinin daha da bozulmasına neden olarak tam bir kısır döngünün yaşanmasına yol açmaktadır. Bu süreçte ortaya çıkan iktisadi büyüme dışa bağımlı ve yapay bir hale gelirken, faiz ve döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulmasıyla çöküntüye uğrayabilmektedir.¹⁵⁵

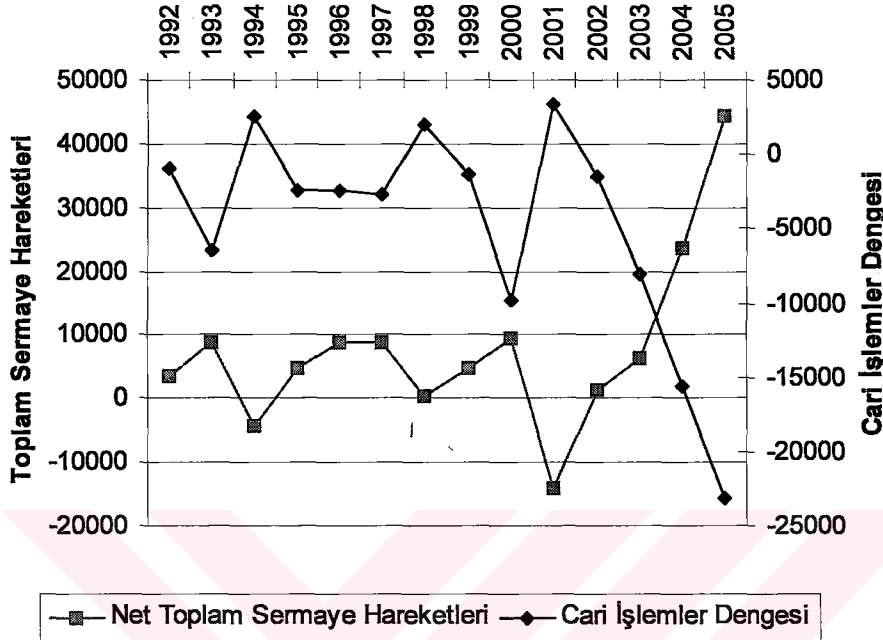
$$\text{Cari Denge} = \text{Toplam Yurtiçi Tasarruflar} - \text{Toplam Yurtiçi Yatırımlar}$$

Cari açığın oluşumunda iki etken söz konusudur. **a.** Ulusal yatırımların artması, **b.** Ulusal tasarrufların düşmesi. Türkiye ekonomisinde, 2001 krizinden önce hem yatırımlar hem de gevşek maliye politikası ve artan bütçe açıkları nedeni ile de yurtiçi tasarruflar azalmıştır. 2001 krizinden sonra ise hem yurtiçi yatırımlar hem de,

¹⁵⁵ Aysu İnel ve Nesrin Sungur, *Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği*, Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni, No:2003/8, Ankara, 2003, s.5, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf>, 3 Haziran 2006.

uygulanan sıkı maliye politikası sayesinde kamu tasarrufları artmıştır.¹⁵⁶ Şekil 4.6’da toplam sermaye hareketleri ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişki gösterilmektedir.

Şekil 4.6: Toplam Sermaye Hareketleri ve Cari İşlemler Dengesi (1992-2005)



Kaynak: HM, Ekonomik Göstergeler, Ödemeler Dengesi verilerinden yararlanılarak tarafımızca derlenmiştir.

Şekil 4.6’ya bakıldığında dikkati çeken en önemli noktanın 2002 yılından itibaren sermaye hareketlerinde ve cari açığa önemli artışlar meydana gelmiştir. 2001 yılında fazla veren cari işlemler dengesi 2005 yılında -22,8 milyar dolar olurken, aynı yıllarda sermaye girişleri ise sırasıyla -13.882 ile 44.339 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu yönüyle 2005 yılında sermaye hareketlerindeki değişimin cari açıktan fazla olması dikkat çekmektedir.

Türkiye’de seksen yılda (1923–2003) toplam 57 milyar dolar olan cari açık seviyesi 2003–2005 yılları arasında 47 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.¹⁵⁷ Ülkemizde cari açık noktasında iki sorun önemlidir. Bunlardan birincisi cari açığın miktarı ikincisi ise, cari açığın finansman şeklidir. Yeldan (2005), cari açıktaki asıl sorunun miktar olarak yüksek oluşundan çok, sıcak paraya dayalı ve borç artırıcı finansman şekli olduğunu belirtmektedir.¹⁵⁸

¹⁵⁶ TCMB, Ekonomik Görünüm, s.35.

¹⁵⁷ Ankara Ticaret Odası, Cari Açıklar Tarihi Raporu, Ankara 2005, s.1, www.atonet.org.tr. 15 Mayıs 2006.

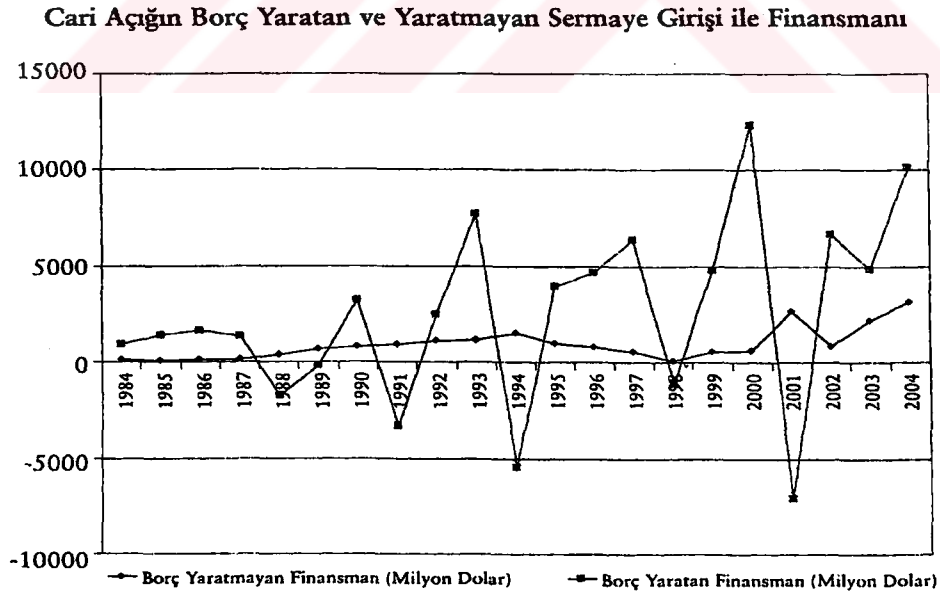
¹⁵⁸ Erinç Yeldan, Cari Açığa IMF Yaklaşımı, Cumhuriyet, 21 Aralık 2005.

Stand-by anlaşması çerçevesinde IMF Türkiye temsilcisi tarafından IMF yönetimine sunulan ve 26 Nisan 2005'te onaylanan Türkiye raporunda da cari açığa dikkat çekilerek, "Türkiye'nin cari açığını dış borçlarını arttırıcı bir biçimde finans etmesini yakından izledikleri belirtilmektedir.

Borç yaratan kalemler şunlardır. Net sermaye akımı – doğrudan yatırım – portföy yatırımlarının hisse senedinden oluşan kısmı + IMF kredileri

Şekil 4.7'de Türkiye'de cari açığın finansman biçimi gösterilmektedir. Şekilde borç yaratmayan finansman biçimi yıllar itibariyle istikrarlı bir süreç izlemesine rağmen toplam finansman içinde düşük bir seviyede gerçekleşmektedir. Borç yaratan finansman biçimi ise istikrarsız bir yapıya sahip olmakla birlikte toplam finansman içinde büyük bir paya sahiptir. Şekilde dikkati çeken diğer bir nokta ise borç yaratan finansman biçiminin kriz dönemlerinden önce en yüksek seviyelere ulaştığı, kriz dönemlerinde ise meydana gelen çıkışlar neticesinde eksiye (-) düşmüş olmasıdır. Bu noktada borç yaratan finansman şeklinin artması bir kriz göstergesi olarak ortaya çıkmakta ve sıcak para kavramına dikkatleri çekmektedir.

Şekil 4.7: Cari Açığın Borç Yaratan ve Yaratmayan Sermaye Girişi ile Finansmanı

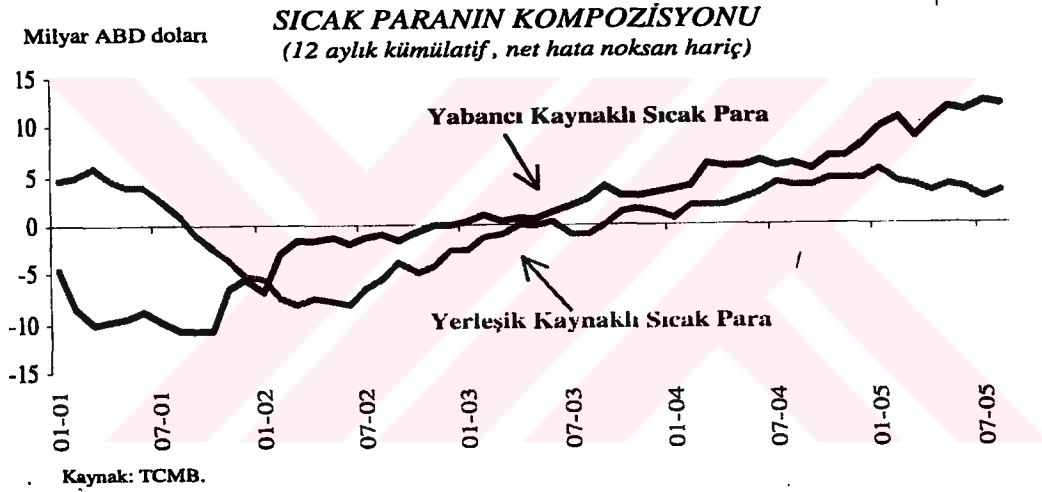


Kaynak: www.tcmb.gov.tr

2003 yılında cari açığın finansmanının %31'i sıcak parayla karşılanırken bu oran 2004'te %48 ve 2005'in ilk dokuz ayında ise %52 olarak gerçekleşmiştir. Yılın son çeyreğinde uzun vadeli sermaye hareketlerindeki artış nedeniyle 2005 yılında 22,8 milyar dolarlık cari açığa karşın 44 milyar dolarlık sermaye girişi olmuş ve bunun 25 milyar doları uzun vadeli sermaye akımı olarak gerçekleşmiştir.

Sıcak para kavramı yaşanan krizler öncesi ve sonrasında gündemi sürekli meşgul etmiştir. Sıcak para kavramı ele alındığında karşılaşılan en önemli sonuç şekil 4.8'de görüldüğü gibi sıcak paranın sadece yabancı kaynaklı olmadığı, özellikle ülkemizde yerleşiklerin de sıcak paranın kaynağında önemli ölçüde etkinliklerinin söz konusu olduğudur.

Şekil 4.8: Sıcak Paranın Kompozisyonu



Sıcak para, tanımı gereği çok kısa sürede dövizden ülkenin parasına veya ülke parasından dövize dönen tutarları ifade eder. Türkiye'de sıcak paranın en önemli kalemini hisse senedi ve devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) oluşturmaktadır. Ayrıca Erçel (2005) in¹⁵⁹ ifadesiyle yurt içinde açılan döviz mevduatı veya YTL hesapları da sıcak para kapsamına girebilmektedir. Türk bankacılık sisteminde ortalama vadesi 2,8 ay olan mevduat hesaplarının bir bölümü sıcak para tanımına uyan fonları oluşturmaktadır. YTL' deki yüksek getiriden faydalanmak için mevduat veya repo şeklinde faizden ve kur düzeyinin oynaklığından para kazanma anlayışının geçerli

¹⁵⁹ Gazi Erçel, Sıcak Paranın Miktarı, Sabah, 28.03.2005.

olduğu ülkemizde, bir karışıklık veya kriz durumunda, davranışları yurtdışından gelen fonlara benzeyen ve "sürü psikolojisi"nin geçerli olduğu davranış yerleşik kaynaklarda da mevcuttur.

Ülkemizde sıcak parayı, kısa vadeli sermaye akımlarının bir kısmı, portföy yatırımları ve net hata noksan kalemi oluşturmaktadır. Tablo 4.3'te Türkiye'de Ağustos 2005 itibariyle sıcak para kompozisyonu gösterilmektedir.

Tablo 4.3: Sıcak Para (Ağustos 2005 itibariyle yıllık kümülatif, milyar ABD doları)

	Ağu. 2005
Yabancı Kaynaklı	12.2
DİBS	5.9
Hisse Senedi	4.8
Mevduat (TL+ YP+Repo)	1.5
Yerleşik Kaynaklı	2.6
Bankacılık s. yurt dışına kısa vadeli kredi	0.2
Bankacılık s. kısa vadeli dış borç	2.3
Özel s. kısa vadeli dış borç	0.1
Net Hata Noksan (birikimli)	7.3

Kaynak: TCMB, Ekonomik Görünüm 2005, s.38

Ağustos 2005 itibariyle yerli ve yabancı kaynaklı sıcak para miktarı 23 milyar dolar seviyelerindedir.* Yabancı kaynaklı sıcak para miktarı 12,2 milyar dolar iken yerleşik kaynaklı sıcak para girişi 2,6 milyar dolar seviyelerindedir. Sıcak para girişinin %56'sı yabancı kaynaklı, %12'si ise yerleşik kaynaklıdır. NHN kaleminin payı ise %33 seviyelerindedir. NHN kaleminin yerleşik kaynaklı olduğu düşünüldüğünde yerleşiklerin sıcak para içerisindeki payı %45 seviyelerine çıkmaktadır.

Türkiye'deki sıcak para kompozisyonunu açıkladıktan sonra akla gelen ilk soru sıcak paranın günümüzde sorun olup olmadığı noktasında olacaktır. Sıcak para üzerine yapılan sert tartışmalar neticesinde üzerinde uzlaşılan sonuç kısaca aşağıda açıklanmaktadır.

* Haziran 2006 itibariyle 60 milyar dolar civarındadır. (www.spk.gov.tr)

— Geçmişte uygulanan sabit/öngörülebilir kur rejiminde kur taahhüdü vardı ve sıcak para çıkmak istediğinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin mevcut kurdan döviz satma zorunluluğu bulunmaktaydı. Sonuç olarak rejim sürdüğü sürece kur riski olmadığından getiri garanti idi.

— Günümüzde ise uygulanan dalgalı kur uygulaması sonucu kur taahhüdünün olmadığı ve sıcak para çıkmak istediğinde piyasa kurlarından işlem yapmak zorunda olduğu belirtilmektedir. Kur riskinin olduğu, getirinin garanti olmadığı ve zarar elde edilebileceği göz önüne alınarak sıcak paranın etkisinin geçmişte olduğu kadar etkili olmayacağını altı çizilmektedir.

— DİBS'lerinin vadelerinin uzaması ve ekonomik temellerin sağlamlaşması nedeniyle sıcak paranın ani hareketleri yavaşlamakta ve olumsuz etkileri azalmaktadır.

— Kısa vadeli sermayenin toplam sermaye akımları içindeki payı %53 olmasına rağmen kısa vadeli sermaye girişinin artışında temel etkenin bankaların kullandıkları kısa vadeli kredilerdeki artış olması ve bankacılık sektöründe de kırılmalıkların azalması nedeniyle cari açığın riski azalmaktadır.¹⁶⁰

4.3.2. Büyüme Oranı Üzerine Etkisi

1987 yılından günümüze kadar geçen sürede Türkiye'de büyüme hızı ile gayri safi sabit sermaye oluşumu ve ülkeye giren yabancı sermaye yatırımları arasında olumlu bir ilişki vardır. Büyüme hızının düştüğü 1991 yılında yabancı sermaye girişleri artmamış, sermaye oluşumu da zayıflamıştır. 1994 yılından bir önceki yıla göre sabit sermaye yatırımları azalmış ve diğer faktörlere de bağlı olarak büyüme hızı eksi % 6,4 olmuştur. Benzer durum 1999 ve 2001 yıllarında da oluşmuştur.

Karlık'a göre Türkiye'de yurtiçi tasarruflar sabit sermaye yatırımlarının gerisinde kaldığı sürece, ekonomide kaynak açığından söz edilecektir.¹⁶¹ Bu kaynak açığı yabancı sermaye yatırımları veya dış borçlarla kapatılmak zorundadır. Yabancı sermaye, doğrudan yabancı sermaye şeklinde olacağı gibi portföy yatırımı şeklinde de ülkeye gelebilir. Fakat ekonomik büyümeye doğrudan etkisi bakımından doğrudan yabancı

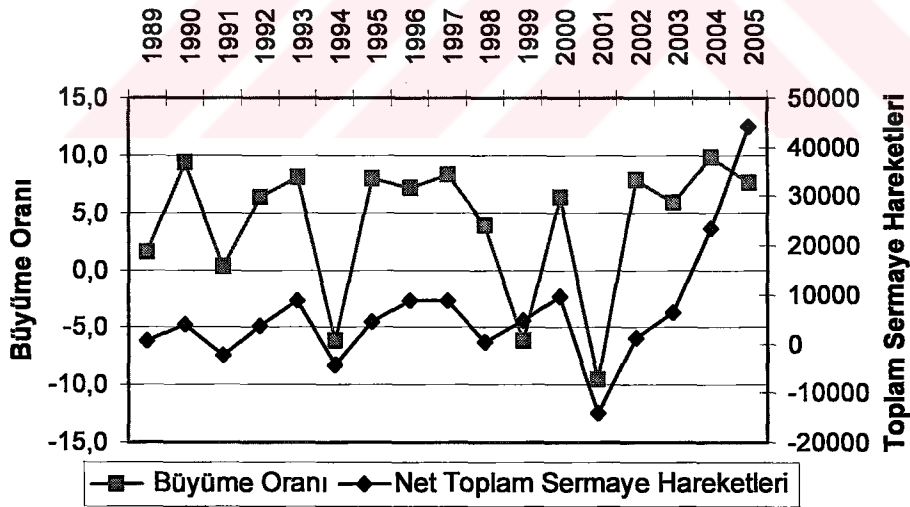
¹⁶⁰ TCMB, Ekonomik Görünüm, s.39.

¹⁶¹ Karlık, a.g.m, s.112-114

sabit sermaye yatırımları tercih edilir. Çünkü bu tip yatırımlar, ekonominin özel sabit sermaye yatırımlarına katkıda bulunarak dış kaynak açığını giderir ve ekonomik büyümeyi hızlandırırlar.

Türkiye'nin temel ekonomik göstergelerinin yer aldığı Tablo 4.14'te göze çarpan en önemli olgu, GSMH'da görülen dalgalanmalardır. Benzer bir dalgalanmayı gerek tüketim, gerekse yatırım harcamalarında da gözlemlemek mümkündür. Dikkati çeken başka bir nokta ise ulusal ekonominin büyüme ve daralma süreçlerinin ithalat hacmiyle ve dolayısıyla cari işlemler dengesiyle çok güçlü bir ilişkisinin olduğudur. Cari işlemler dengesi ne zaman eksiye dönüşse, ekonomik büyüme hızı artmakta, cari işlemler dengesinin fazla vermesi ekonomik büyüme hızının da düşmesine yol açmaktadır. Bu değerlendirmeler sonucunda ulusal büyüme potansiyelinin yurtiçi tasarruflardan çok doğrudan dış tasarruflar aracılığıyla belirlendiği ortaya çıkmaktadır. Bir başka deyişle, reel ekonomideki dalgalanmalar, dış ekonomik ilişkilerce belirlenmektedir.

Şekil 4.9: Büyüme Oranı ve Net Toplam Sermaye Hareketleri (milyar dolar)
(1989-2005)



Kaynak: HM, Ekonomik Göstergeler, Ödemeler Dengesi verilerinden yararlanılarak tarafımızca derlenmiştir.

1989–2005 yıllarının ele alındığı Şekil 4.9'da büyüme oranı ve net toplam sermaye hareketleri arasındaki ilişki gösterilmektedir. Bu grafik büyüme hızındaki dalgalanmaların sermaye akımlarındaki dalgalanmalarla olan yakın ilişkisini ortaya

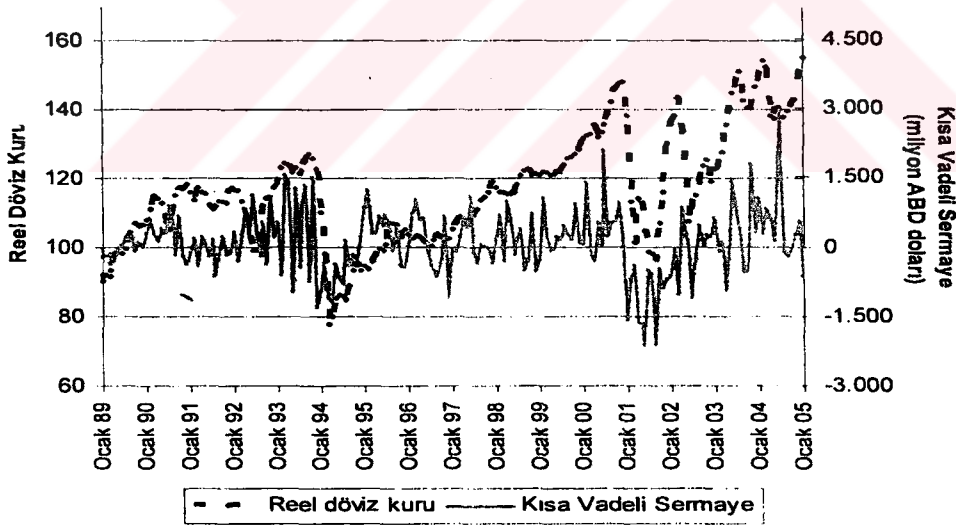
koymakta ve sermaye akımlarının söz konusu dönemde ekonomideki istikrarsızlıkların en önemli nedenlerinden biri olduğunu göstermektedir.¹⁶²

Günümüzde ise, 2002 yılından itibaren sermaye girişlerindeki çarpıcı artışa rağmen büyüme hızının 2005'te düştüğü görülmektedir. Bunun ardındaki nedenlerin başında, giren sermayenin 18 milyar dolara yaklaşan bir bölümünün rezerv* artışlarına kaymış olması gelmektedir.¹⁶³

4.3.3. Reel Döviz Kuru Üzerine Etkisi

Türkiye'de sermaye hareketleri ile reel döviz kuru arasındaki ilişki incelendiğinde, özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri ile ulusal paranın reel değeri arasında pozitif bir bağlantı olduğu görülmektedir. Şekil 4.10'dan da görüleceği üzere kısa vadeli sermaye girişi arttığında reel döviz kuru da artmakta, sermaye girişi azaldığında ise reel döviz kuru da azalmaktadır.

Şekil 4.10: Reel Döviz Kuru Endeksi ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (Ocak 1989 – Şubat 2005)



Kaynak: İnsel ve Sungur, a.g.e., s.9

Sermaye hareketleri ile reel döviz kuru arasındaki ilişki, aşağıda faiz oranı ve beklentiler dahil edilerek incelenmiştir.

¹⁶² İnsel ve Sungur, a.g.e., s.8-9.

* 2004 yılında rezervler -824 milyon dolar iken 2005 yılında -17847 milyon dolara yükselmiştir.(- işareti artışı gösterir)

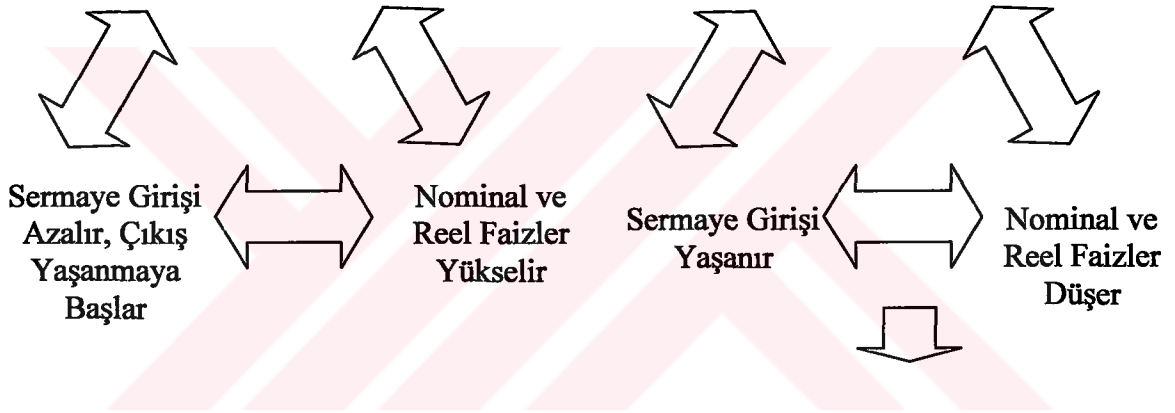
¹⁶³ Korkut Boratav, "Sermaye Hareketlerinde Bolluk Yılı", Cumhuriyet, 22 Şubat 2006.

Teorik ve uygulamalı iktisat yazınında gösterildiği üzere faizler ile sermaye hareketleri arasında doğru yönlü bir ilişki söz konusudur. Faizler arttığında ülkeye sermaye girişi yaşanırken, faizler düştüğünde sermaye çıkışı yaşanır. Benzer ilişki faizler ile reel döviz kuru arasında da geçerlidir. Faizler arttığında ülkeye sermaye girişi yaşanacağından para değer kazanır ve reel döviz kuru artar.*

Fakat Türkiye'de "bekleyişlerin" hesaba katılması sonucu teori bu şekilde işlememektedir. Türkiye'de eğer geleceğe yönelik beklentiler olumlu yönde ise faiz oranları düşer, faiz oranlarının düşmesi olumlu bekleyişleri kuvvetlendirir ve sermaye girişine yol açar. Sermaye girişi sonucu para değer kazanır ve reel döviz kuru artar.¹⁶⁴

1. OLUMSUZ DÖNGÜ Geleceğe İlişkin Beklentiler Kötüleşir

2. OLUMLU DÖNGÜ Geleceğe İlişkin Beklentiler İyileşir



Kaynak: TCMB, Ekonomik Görünüm 2005, s.25

Sonuç olarak bakıldığında, beklentiler Türkiye'de reel döviz kuru, faiz oranları ve sermaye hareketlerinin yönünü belirlemektedir.

4.3.4. Toplam Talep Üzerine Etkisi

Sermaye girişlerinin ülke içi tüketim eğilimleri üzerindeki etkisinin analizinde dikkate alınması gereken üç ana gösterge bulunmaktadır: Kredi stokundaki büyüme,

*Burada döviz kurunun gösteriliş biçimi 1TL = 0,63 \$ biçimindedir.

¹⁶⁴ TCMB, Ekonomik Görünüm. s.24-26-42.

yerli paranın değer kazanması ve tüketim malları ithalatının toplam ithalat içindeki payının artması.

1989 sonrası Türk bankacılık sektörünün temel özelliği, parasal otoritenin kötü yönetiminin de katkısıyla, bankaların varlıkları ile alacakları arasında vade uyumsuzluğu bulunmasıdır. Bankaların açık pozisyonla çalışması kredi stokundaki büyümenin, mevduattaki büyümeden çok daha hızlı artmasına neden olmuştur.¹⁶⁵

Tablo 4.4: Toplam Mevduat ve Kredi Gelişmeleri (2002-2005) Milyon YTL

Toplam Mevduat Gelişmeleri

	YTL			DTH	Toplam Mevduat
	Vadeli	Vadesiz	Toplam		
2002	28,8	41,4	30,6	26,5	28,3
2003	28,9	59,8	33,7	-5,3	11,8
2004	34,8	43,8	36,4	10,4	24,0
2005	40,0	43,3	40,6	0,5	23,6

Toplam Kredi Gelişmeleri

	Ticari	İhtisas	Tüketici	K.Kartı	Toplam
2002	-4,6	-2,7	-2,6	71,3	1,7
2003	38,5	33,9	167,4	54,4	49,1
2004	44,9	38,6	113,7	109,1	61,7
2005	51,1	31,2	120,3	23,9	55,9

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Göstergeler, Parasal Büyüklükler

Tablo 4.4'te görüldüğü gibi 2002–2005 yılları arasında kredi stoklarındaki büyüme mevduattaki büyümeye oranla oldukça fazladır. (Bu fazlalık yabancı sermaye ile finanse edilmiştir) Bunun sonucunda söz konusu yıllarda Türkiye'de kredi kullanımı patlaması yaşanmış ve kredi genişlemesi sonucu tüketici kredilerinde ve tüketim harcamalarında artış meydana gelmiştir.

Ayrıca yüksek miktarda spekülatif sermaye girişleri sonucunda ülke parasının yabancı paralar karşısında değer kazandığını ve tüketim malları ithalatının toplam ithalat içindeki payının göreceli olarak yüksek olduğu düşünüldüğünde Türkiye'de özel

¹⁶⁵ Yentürk, a.g.e., s.136-137

tüketim ve sermaye akımları arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Ancak, bu ilişkinin kamu tüketiminde geçerli olmadığı belirtilmelidir.¹⁶⁶

4.3.5. Yatırımlar Üzerindeki Etkileri

Türkiye'de kısa vadeli, diğer uzun vadeli ve toplam sermaye hareketleri ile yatırım ve üretim üzerinde pozitif bir ilişki söz konusudur. Kamu yatırımlarının sermaye hareketleri ile ilişkisi olmamasına karşılık, özellikle özel sermayenin oluşumunda ve özel yatırımlar üzerinde sermaye hareketlerinin anlamlı bir etkisi vardır.¹⁶⁷ Bu ilişkiye göre Türkiye ekonomisine sermaye girişlerinin artması ile yatırım, üretim ve büyüme artışı arasında pozitif bir ilişki söz konusudur. Ancak artan sermaye girişleri reel değişkenleri olumlu yönde etkilediği gibi meydana gelecek çıkışlar ise olumsuz yönde etkileyebilecektir.

Diğer uzun ve toplam sermaye akımları mevduat bankaları kredileri (MVB) arasındaki güçlü bağlantılar, sermaye akımlarının mevduat bankalarının kredi olanaklarını artırması sonucu, bankaların özel tüketime yönelik kredilerle ekonomiyi canlandırdıkları araştırmalar sonucunda elde edilmiştir.¹⁶⁸

Bunun yanı sıra 2001 yılına kadar uygulanan politikalar neticesinde Türkiye'ye giren sermaye hareketleri içinde spekülasyon sermaye girişi dikkat çekmektedir. Özellikle geleceğe ilişkin beklentilerin kötüleştiği dönemlerde artan spekülasyon sermaye girişlerinin etkisi farklı bir biçimde gerçekleşmektedir. Spekülasyon sermaye girişleri nedeniyle yükselen faiz oranları gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de reel yatırımları düşürmüş ve ülke parasının değer kazanmasına neden olmuş ve görece fiyatlarda ticarete konu olmayan sektörler lehine bir değişim yaratmıştır.¹⁶⁹ (Tablo 4.14. satır,25)

Günümüzde ise özellikle son yıllarda kararlılıkla uygulanan makro ekonomik program çerçevesinde ekonomideki belirsizlikler ve risk primi azalarak yatırımlar için uygun ortam hazırlanmıştır.

¹⁶⁶ Oya Celasun, Cevdet Denizer and Dang He, *Capital Flows, Macroeconomic Management and the Financial System: The Turkish Case, 1989-97*, July 1999, s.14-15, www.worldbank.org. 21 Şubat 2006.

¹⁶⁷ a.g.e., s.17

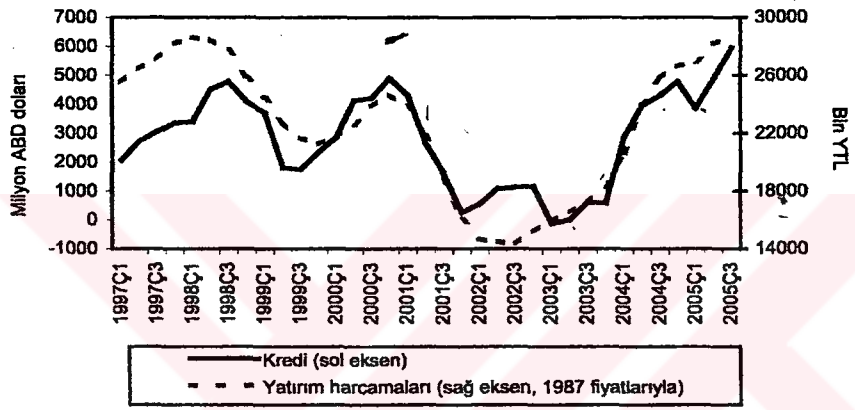
¹⁶⁸ İnsel ve Sungur, a.g.e., s.11.

¹⁶⁹ Yentürk, a.g.e., s.137.

Şekil 4.11’de uzun vadeli kredi kullanımı ile yatırım harcamaları arasındaki ilişki gösterilmektedir. Türkiye’de, özellikle bankacılık sektöründe, son yıllarda kısa vadeli kredi kullanımı azalırken uzun vadeli kredi kullanımı artmaktadır. 2005 yılında kullanılan net 9,1 milyar dolar tutarındaki toplam kredinin 6,4 milyar dolar tutarındaki kısmı uzun vadeli, 2,7 milyar dolar tutarındaki kısmı ise kısa vadeli olmuştur. Bu çerçevede uzun vadeli kredi kullanımı, yurt içi yatırım harcamalarındaki büyümeye paralel olarak genişlemeye devam etmektedir.¹⁷⁰

Şekil 4.11: Uzun Vadeli Kredi Kullanımı ve Yatırım Harcamaları

UZUN VADELİ KREDİ KULLANIMI VE YATIRIM HARCAMALARI
(özel sektör)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

4.3.6. Kamu Dengesi Üzerindeki Etkileri

Sermaye akımları ile birlikte uygulanan maliye politikaları son derece önem taşımaktadır. Sermaye akımlarında beklenen faydanın elde edilmesi için sıkı maliye politikalarına uygulanması zorunludur. GOÜ’ de kamu kesimi açıkları sermaye akımının ilk döneminde önemli harcama kısıtlamaları ile özelleştirme gibi ilave gelirler ile kapatılmakta ancak sonrasında yükselen faizler ile iç borçlanmanın yükü artmaktadır.¹⁷¹

Türkiye’de faiz harcamalarının GSMH’ye oranı 1990 sonrasında artış eğilimi göstermiştir (Tablo 4.14, Satır 18). Cari harcamalar ile yatırım harcamaları düşerken, kamu harcamalarının en büyük kısmını faiz harcamaları oluşturmaya başlamıştır. Bunun

¹⁷⁰ TCMB, 2005 Yıllık Rapor, s.53.

¹⁷¹ Uzunoğlu ve diğerleri, a.g.e., s.67

temel nedeni kamu açıklarının borçlanma yoluyla finanse edilmeye başlaması ve bunun sonuçta açığı daha da artırmasıdır.

1989'da Türkiye'de gerçekleşen finansal serbestleşmeyle birlikte bütçe açıklarının finansmanın yapısı da değişmiştir. Bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanmanın payı dış borçlanmanın payını aşmıştır.

Tablo 4.5: Konsolide Bütçe Toplam Borç Stoku

	(Milyar YTL)				
	2001	2002	2003	2004	2005
Alacaklıya Göre	178,0	242,8	282,9	316,5	331,5
İç Borç Stoku	122,2	149,9	194,4	224,5	244,8
Piyasa	41,5	70,8	101,8	141,1	169,3
Kamu Kesimi	80,6	79,1	92,6	83,3	75,5
Dış Borç Stoku	55,8	92,9	88,5	92,0	86,7
Kredi	26,8	55,1	51,1	52,1	44,4
Uluslararası Kuruluşlar	9,2	33,7	32,8	35,2	29,7
(IMF Kredisi)	0,7	22,8	23,4	24,8	19,7
Hükümet Kuruluşları	9,2	11,1	9,7	8,8	7,0
Ticari Bankalar	8,5	10,3	8,6	8,1	7,7
Tahvil	29,0	37,8	37,5	39,8	42,3

Kaynak: HM, Ekonomik Göstergeler, Kamu Maliyesi

Tablo 4.5'te gösterilen değerler, bütçe açıklarının uluslar arası piyasalardan giderek daha fazla borçlanan yerleşik iktisadi ajanlar yoluyla finanse edilmeye başladığını göstermektedir. Başka bir deyişle, kamu sektörünün doğrudan dış borçlanması yerleşik ajanlar yoluyla dolaylı borçlanmayla yer değiştirmiştir.

Sonuç olarak, finansal serbestleşmenin kamu kesimi üzerindeki etkisi bütçe açığı, iç borçlanma ve kısa dönemli iç borçlanmanın sistematik şekilde artmasıdır. Bu gelişmeler, faiz oranlarında hem yerli hem de yabancı yatırımcılar için arbitraj imkanı yaratacak bir yükselişe neden olmuştur.¹⁷²

4.3.7. Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri

Sermaye girişindeki artışın bir diğer makroekonomik etkisi de yüksek miktarda sermaye girişi sonucu yurtiçi finansal piyasalardaki yoğunlaşmadır. Finansal piyasaların

¹⁷² Yentürk, a.g.e., s.138-139

gelişmekte olan ülkelerde yeterince derinleşmemiş olması, yüklü bir fon girişinin ekonomi üzerinde olumsuz sonuçlar yaratmasına neden olmaktadır.

Sermaye piyasalarında yabancıların paylarının artması da önemli problemler ortaya çıkarabilmektedir. Bu durum piyasalardaki istikrarsızlığı artıracak dolarizasyon sürecini hızlandırmaktadır

Tablo 4.6: Net Yabancı Alım ve Borsada Yabancı Payı

Net Yabancı Alımı		Borsada Yabancı Payı
Milyon Dolar		%
1997	8	38.9
1998	-518	43.5
1999	428	53.7
2000	489	42.6
2001	-79	47.2
2002	-16	40.1
2003	905	50.3
2004	1.427	54.9
2005	5.492	66.4
2006 Ocak	465	67.6
Şubat	199	67.0
Mart	12.4	66.07

Kaynak: Merkezi Kaynak Kuruluşu (MKK)

Tablo 4.6'dan da görüleceği üzere, Türkiye'de yabancıların borsadaki payı oldukça yüksek seviyelerdedir. Yabancıların hakim olduğu hisse senedi piyasalarının küresel gelişmelerden daha fazla etkilenebileceği muhakkaktır. Bu yüzden küresel düzeyde meydana gelebilecek aksi bir gelişme Türkiye borsasında daha fazla etkili olacaktır.

Sonuç olarak GOÜ'e yönelen (özellikle kısa vadeli) sermaye hareketlerinin finansal duyarlılığı artırdığı söylenebilir. Türkiye'de meydana gelen bu fazla ve nedensel olmayan hareketlilik özellikle son yıllara kadar reel üretim kapasitesini değil toplam kredi hacmini artırarak tek başına bir krize neden olabilecek niteliktedir.¹⁷³

Ayrıca Türkiye ekonomisinin 1989 sonrasında karşılaştığı temel problemden bir tanesi de sermaye girişlerinin parasal büyüklükler üzerinde baskı oluşturmasıdır. Bu

¹⁷³ Kaya, a.g.e., s.39.

durum, para arzının içinde yabancı para miktarının payında ve para arzının kendisinde bir büyüme ortaya çıkarmaktadır (Tablo 4.14, satır 12-13). 1990 sonrasında Merkez Bankası'nın parasal programlarda gösterdiği istikrarsızlığın temel nedeni, döviz cinsinden alacaklarındaki kontrolsüz artış ve Türk lirasının yabancı para birimleri ile ikamesidir. Para birimleri arasındaki yüksek ikame oranı, ülke para birimine olan güven kaybının göstergesidir ve yüksek reel faiz oranlarının birincil nedenidir. $M_2Y(*)$ 'nin rezervlere oranı dövize çevirebilecek likit parasal varlıkların (likiditenin) bir ölçüsüdür. Bu oranın Türkiye'de çok yüksek olması nedeniyle güven bozucu bir gelişme bankalarda mevduatı bulunan kişilerde bir paniğe neden olabilecektir.¹⁷⁴

4.4. Türkiye'de Meydana Gelen Krizler ve Sermaye Hareketleri

Türkiye'de sermaye hareketlerinin liberalleşmesi sonrasında meydana gelen krizler ile sermaye hareketleri arasındaki ilişkinin inceleneceği bu bölümde, meydana gelen krizlerin gelişim sürecinden önce 'kriz' kavramının nedenleri üzerinde durulacaktır.

Krizlerin oluşumuna etki eden üç önemli kaynak bulunmaktadır. Bunlar; bankacılık krizi, döviz krizi ve borçlanma krizidir.

Açık ekonomiye sahip bir ülke için düşünüldüğünde sözü edilen krizlerin dış sermaye hareketi ile ilgili olduğu göze çarpmaktadır. Bankaların sermaye hareketi ile ilgili işlevlerinden en önemlisi sistemin sermaye hareketine aracılık ediyor olmasıdır. Dışarıdan kaynak alıp, içeriye aktardığı gibi, içeriden kaynak alıp dışarıya aktarmaktadır. Dolayısıyla sistemde meydana gelebilecek bir sorun sermaye hareketinin aksamasına neden olabileceği gibi bankacılık krizi olarak başlayan sürecin aslında sermaye krizine dönüşmesine neden olabilecektir.

Döviz krizi genellikle dövizin kendisine bir saldırıyla ve bunun sonucu dövizin fiyatı olan döviz kurunun ani hareketleriyle ortaya çıkar ve burada da sermaye hareketlerinin önemli bir rolü vardır. Daha önce belli bir düzeyde artmakta olan yabancı sermaye akışında meydana gelebilecek bir durma veya durmaya yönelik beklentiler,

* Nakit + Vadesiz Mevduat + Vadeli Mevduat + Tasarruf Mevduatı + Döviz Tevdiat Hesabı olarak nitelendirilmektedir.

¹⁷⁴ Yentürk, a.g.e., s.139-140.

ilgili ülkedeki kişiler ve kurumların bir süre sonra dövizin kıtlaşacağı düşüncesiyle hareket etmesine ve dövize yönelik ani talep artışına neden olacaktır.

Borçlanma krizi ise kamu kesiminin veya özel kesimin yaptığı borçlanmayı belli nedenlerden ötürü sürdürememesi sonucu ortaya çıkar. Ayrıca borçlanma ve geri ödeme yabancı parayla gerçekleştiği için döviz krizi de meydana gelmektedir.¹⁷⁵

Dünya ekonomisi, 1990'larda GOÜ'e doğru büyük derecede özel sermaye akımına tanık oldu. 1988–1997 yılları arasında GOÜ'in borç stoku yaklaşık iki kat artarak 1 trilyon dolardan 2 trilyon dolara çıktı. Yapılan gözlemlerin sonucunda mutabık kalınan nokta, sermaye hareketlerinin GOÜ için dengesizliğin önemli bir kaynağı olduğu yönündedir. Sermaye akımlarının 1990'larda GOÜ'e doğru oldukça geniş miktarda hareketi ve sonrasında 1994 yılında Meksika'da olduğu gibi büyük bir çıkışın meydana gelmesi dikkatleri sermaye akımlarına çevirdi. Sermaye hareketlerindeki istikrarsız tavır makro denge ve politikalarında bazı sorunlara neden oldu ve meydana gelen istikrarsızlığı tersine çevirmek için sermaye hareketleri birçok grup arasında tartışılan ana konu haline geldi.¹⁷⁶ Türkiye'de de sermaye hareketleri, özellikle 2001 krizinden sonra en çok tartışılan konulardan biri olmuştur.

Türkiye 1980'lerin sonunda kamu sektörü borçlanma ihtiyacını finanse edebilmek, yüksek reel faiz oranlarının düşürülmesi ve özel sektöre yönelik dışlamanın (crowding-out) azaltılması için sermaye hesabını liberalize etti. Yüksek faiz oranları nedeniyle Türkiye'ye yönelik yabancı sermayedeki ani yükseliş hükümetin bütçe açığını finanse edebilmesinde yardımcı oldu. Fakat yerli ekonomide ulaşılabilen fon miktarının artması ve mali israftan dolayı yüksek reel faiz oranlarında azalma meydana gelmedi. Bunun sonucu yabancı sermaye iki kenarı keskin bir kılıç haline dönüştü. Bir yandan büyümeyi teşvik ederken diğer yandan makroekonominin kötü yönetilme olasılığını artırdı.¹⁷⁷

¹⁷⁵ Ercan Uygur, 'Türkiye'nin Yürürlüğe Koyduğu İstikrar Programlarının Başarısında Yabancı Sermaye Girişlerinin Yeri ve Önemi', TCMB, s.19-21.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyururkoyd.doc> 27 Ocak 2006

¹⁷⁶ Melike Altinkemer, Capital Flows: The Turkish Case, The Central Bank of The Republic of Turkey, Research Department, Discussion Paper No:9601, December 1999, s.1-3
www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/96/9601.pdf, 17 Aralık 2005

¹⁷⁷ C.Emre Alper and İsmail Sağlam, 'The Transmission of a Sudden Capital Outflow: Evidence From Turkey', Eastern European Economics, March-April 2001, vol.39, No.2, s.1-3
www.econ.boun.edu.tr/papers/pdf/wp-01-09.pdf, 17 Aralık 2005

Türkiye finansal liberalizasyonu sağladığı 1989'dan sonra beş ana finansal kriz yaşadı. Fakat bunların üçü uluslararası nedenlerden oluşmuştur. Türkiye'de yaşanan ilk kriz 1994 yılında gerçekleşti. İkinci kriz Aralık 1994'te Meksika Pezosunun çökmesi ve diğer Latin Amerika Devletleri'ne yayılmasıyla gerçekleşti. Bu süreç 'Tekila etkisi' olarak adlandırıldı. 'Asya Gribi' olarak ta bilinen üçüncü kriz Doğu Asya'da meydana geldi. Dördüncü kriz Ağustos 1998'de Rusya'da meydana geldi ve 'Rusya Virüsü' olarak diğer GOÜ'lere yayıldı. Türkiye'nin yaşadığı en büyük finansal kriz ise 2000–2001 yılları arasında meydana geldi.

Bu bölümde sermaye hesabının liberalizasyonu sonucu Türkiye'de meydana gelen 1994 ve 2001 krizleri üzerinde durulacaktır.

4.4.1. 1994 Krizi

Türkiye'de ekonomide sağlanan liberalizasyon ile etkileyici bir ilerleme yaşanmasına rağmen 1980 ve 1990'lı yıllarda iç dengeyi sağlama noktasında beklenen başarı sağlanamadı. Özellikle enflasyonun 1980–2000 arasında % 60 seviyelerinde gerçekleşmesi mali politikaların zayıflığını göstermektedir. Büyüme oranlarında ortalama %5'lik büyümeye karşın meydana gelen dalgalanmalar da dikkat çekmektedir (Tablo 4.14). Türkiye'de meydana gelen yüksek enflasyon ve kamu kesimi borç gereği, nominal ve reel faiz oranlarının yüksek ve istikrarsız bir yapıya sahip olmasına neden oldu. Bu yapı ülke içinde spekülasyon ve arbitraj hareketini güçlendirirken finansal piyasaların biçimini bozdu.

Türk Lirası'nın reel değerinde meydana gelen artış ticaret açığının da hızlı bir şekilde artmasına neden oldu. Ayrıca döviz kurunun etkilerine yönelik yapılan zayıf düzenleme ve bankaların zayıf olan risk idaresi, bankacılık sisteminde döviz açıklarına neden oldu. Bunun sonucunda banka bilançolarının önemli bir bölümü dolarize oldu. Enflasyon ve faiz oranlarında meydana gelen istikrarsızlık yerli paraya olan güveni sarsarken, fiili olarak ağır enflasyon oranlarına dayandırılan reel döviz kuru bankaları kısa süreli borçlanmaya ve arbitraja doğru yöneltti.

Bunun sonucunda Türk bankalarının yabancı para cinsinden sorumlulukları bir kaç yıl içinde hızlı artarak Kasım 1993'te önce bankaların net kısa süreli pozisyonu,

mevcut sermayeleri içinde % 90'ın üzerine çıktı. Bu oran mevcut sermayeleri içinde % 20 ile sınırlı olan birçok ülke ile karşılaştırıldığında Türkiye için büyük risk taşımaktaydı.¹⁷⁸

Ayrıca yüksek devam eden enflasyona rağmen nominal çapa olarak döviz kurunun seçilmesi sermaye akımları ile birleşince, Tablo 4.7'de görüldüğü gibi, döviz kurunun reel değerinin artmasına neden oldu.

Tablo 4.7: Yıllar İtibariyle Amerikan Dolarındaki Kur Artışı ve Enflasyon (%)

Yıllar	Dolar Kuru Artışı	Enflasyon	Fark
1987	42.6	38.9	-3.7
1988	65.9	75.3	9.4
1989	27.7	69.6	41.9
1990	28.3	63.6	35.3
1991	59.7	65.9	6.2
1992	65.3	69.9	4.6
1993	72.6	71.1	-1.5

Kaynak: Muhammet Akdiş, a.g.e. s.116.

Bu siyasi süreç, mali durumdaki ileri derecede bozulma ve hükümetin GSMH içinde ağır yük oluşturan faiz oranlarını kontrol etmeye yönelik teşebbüsü ile birleşince banka piyasası dış şoklara açık hale geldi.¹⁷⁹

Ayrıca Ocak 1994'te kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody's Türkiye'nin kredi notunu Baa3'den Ba1'e indirdi. Bu olaydan kısa bir süre sonrada Standard and Poor's Türkiye'nin kredi notunu BBB'den BBB'ye düşürdü. Böylece her iki kuruluş da yatırımcılara olumsuz sinyaller vererek, özel sermaye akımlarının tersine çevrilmesine neden olmuştur.¹⁸⁰

Kriz öncesi kısa bir durum değerlendirmesinden sonra 1994 krizinin sermaye hareketleri ile ilişkisi aşağıda ele alınmıştır.

Tablo 4.1'de Türkiye'nin 1989–1995 yılları arasında yabancı sermaye hareketlerine bakıldığında önemli bazı özellikler dikkati çekmektedir. Doğrudan yatırımların toplam yabancı sermaye girişleri içindeki payının oldukça düşük düzeyde kaldığı görülmektedir. Ancak, dolaysız yabancı sermaye düşük düzeyde kalmasına

¹⁷⁸ Ishii and Habermeir, a.g.e., s.82-84

¹⁷⁹ Celasun ve diğerleri, a.g.e., s.20-21

¹⁸⁰ Yentürk, a.g.e., s.143

rağmen, bu tür yatırımlar oldukça istikrarlı bir seyir izlemiştir. Buna karşılık portföy yatırımları ve kısa süreli sermaye akımları ile mali krizler arasında oldukça yakın bir ilişki gözlenmektedir. Nitekim 1994 öncesinde portföy yatırımlarında önemli sayılabilecek artışlar ortaya çıkmıştır. Benzer özellik daha da belirgin biçimde kısa vadeli sermaye akımlarında kendini göstermektedir. Sonuç olarak kriz öncesi yıllarda ülkeye giren net sermaye akımlarında ortaya çıkan artışlar dikkat çekici boyuttadır.

Türkiye'de kısa vadeli sıcak para fonlarının ve portföy yatırımlarının artmasıyla kriz öncesi yıllarda dış ticaret bilançosu açıkları ve kamunun borçlanma gereği önemli artışlar göstermiştir. Örneğin 1993 yılında topla borçlanma ihtiyacının GSMH'ye oranı %12 gibi büyük bir seviyeye ulaşmıştır (aynı durum 1999'da da yaşanmıştır). Bu açıklar bir ölçüde yabancı sermayenin katkılarıyla finanse edilmiştir.

Tablo 4.8: Türkiye'de Kamu Kesimi Borçlanma Gereği ve Finansmanının

GSMH'ye Oranı (%)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Konsolide Bütçe	4.3	6.7	3.9	4.0	8.3	7.6	7.3	11.9
KIT	3.3	2.4	1.4	-0.2	-0.5	-0.3	1.4	2.5
Fonlar	2.0	1.6	1.6	0.5	0.6	0.1	0.0	0.6
Diğer Kamu*	1.0	1.3	1.0	1.0	0.3	0.4	0.7	0.6
Toplam Borçlanma	10.6	12.0	7.9	5.2	8.7	7.7	9.4	15.6
Bütçe faizi hariç	6.9	6.2	0.2	-2.1	-1.3	0.0	-2.1	1.9

Kaynak:Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Göstergeler, Kamu Maliyesi

*Yerel yönetimler, döner sermayeli kuruluşlar ve sosyal güvenlik kuruluşları

1980'lerin ikinci yarısından 1990 yılına kadar Hazine kamu açıklarının finansmanında ağırlıklı olarak iç borçlanma senetleri ihraç etmeyi tercih etmiştir. 1990'ların ilk yıllarında ise kontrol altına alınamayan kamu kesimi açıkları giderek daha yüksek oranlarda merkez bankası kaynakları ile (monetizasyon yoluyla) finanse edilmeye başlanmıştır. Örneğin, 1990 yılında gerekli finansmanın yüzde 72,1'i iç borçlanmayla, yüzde 2,4'ü Merkez Bankası'ndan sağlanan kısa vadeli avanslarla karşılanmışken aynı oranlar 1993 yılında sırasıyla yüzde 41,5 ve yüzde 42 olmuştur. İç borçlanmanın toplam finansman içindeki payının küçülmesine karşın, hızla artan kamu kesimi borçlanma gereği nedeniyle iç borçlanma tutarı da aynı dönemde büyük ölçüde yükselmiştir.

Sonuç olarak kontrolsüz biçimde yoğun yabancı sermaye girişlerinin bir mali krize yol açması veya olası bir krizi kaçınılmaz duruma getirmesi doğal bir sonuçtur. Çünkü sermaye girişleri ekonomide makro ekonomik ısınma veya "balon etkisi" de denilen

yapay bir genişleme etkisi doğurmaktadır. Böylece ulusal para arzı artmakta, borsa spekülâtif biçimde yükselmekte, ulusal para aşırı değer kazanmakta ve ihracat gerilerken ithalat şişmektedir.¹⁸¹

Türkiye'de yaşanan bu gelişmeler neticesinde Ocak 1994'de 19.000 TL/\$ düzeyinde olan döviz kuru, yabancı paraya olan talebi karşılamak amacıyla yapılan büyük müdahale sonrasında, Merkez Bankası'nın başlangıçta 7 milyon dolar olan uluslararası rezervleri, Nisan 1994'te 3 milyar dolara düşmesine rağmen devalüasyon kaçınılmaz hale gelmiş ve Nisan 1994'te 38.000 TL/\$ olmuştur.

5 Nisan 1994'te Türk hükümeti temel göstergeleri düzeltmek amacıyla harcamalarda büyük miktarda kesintiyi ve refah vergisinin konulmasını içeren yeni bir istikrar paketi açıklamıştır. Yabancı paraya hücumu sınırlamak ve hükümetin kısa dönemli iç borçlanmasına fon sağlamak amacıyla Hazine Mayıs 1994'te % 400 faiz oranı önermek zorunda kalmıştır.

Özet olarak Türkiye'de meydana gelen 1994 Krizi, ülkenin temel göstergeleri düzeltilmeksizin faiz oranlarının düşürülmeye çalışılması faiz oranlarında bir sıçramaya neden olmuştur. Bunun yanısıra Mart 1994 yerel seçimleri nedeniyle uygulanan popülist politikalarda sürece yardım etmiştir. Meydana gelen kriz nedeniyle oluşan tablo çok ciddi boyuttadır. Üç haneli enflasyon, üretimde daralma, reel ücretlerde erozyon ve işsizlikte artış.¹⁸²

4.4.2. Kasım 2000 – Şubat 2001 Krizleri

Ülkemizde son yıllara kadar yaşanan ve iki rakamlı kronik hale gelmiş olan enflasyon (1980, 1994 ve 1997'de üç rakamlı olmuştur) ekonominin istikrarsız dengeler üzerine oturmasına, kaynak dağılımının bozulmasına ve belirsizliklere neden olarak uzun vadeli yatırım yapanların olumsuz etkilenmesine neden olmuştur. Bunların yanında 1997 yılında yaşanan Asya Krizi ve bunu izleyen Rusya krizi sonucu Türk ekonomisinde slumpflasyona (enflasyonla birlikte gerileme, ekonomik çöküntü içinde enflasyon) neden olmuştur.

¹⁸¹ Seyidoğlu, a.g.m, s.146

¹⁸² Yentürk, a.g.e., s.143

Türk ekonomisi sermaye hareketlerinin liberalleştiği 1989'dan itibaren sık sık ekonomik krizlerle karşı karşıya kalmaktadır. Yaşanan bu krizlerde dışsal etkenlerin önemli bir rolü olmakla birlikte ülkemizde yaşanan krizlerin başlıca nedenleri: sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin oluşması ve başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıksız yapının ve diğer yapısal sorunların kalıcı bir çözüme kavuşturulmamış olmasıdır.¹⁸³

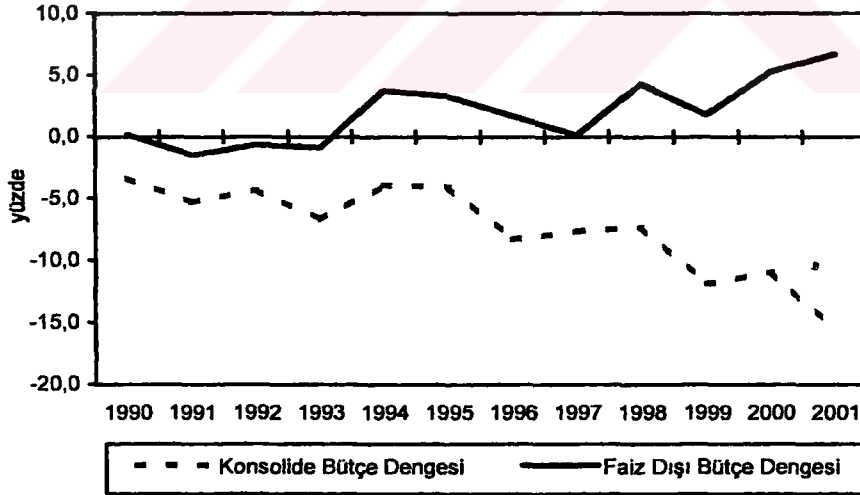
Kasım 2000 ve Şubat 2001'de meydana gelen kriz ile sermaye hareketleri arasındaki ilişkinin inceleneceği bu bölümde yaşanan krizlerin daha iyi açıklanabilmesi için kriz öncesi uygulanan genel ekonomi politikalarının değişik boyutları da ele alınacaktır.

1996–99 yılları arasında genel ekonomi politikalarına bakıldığında aşağıda özetlenen özellikler ön plana çıkmaktadır.

i) Özellikle sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamda 'yönlendirilen esnek kur rejimi' ile reel kurda nispi bir istikrar sağlanmaya çalışılmış ve faizlerin belirlenmesi

Şekil 4.12: Bütçe Dengeleri / GSMH (%)

BÜTÇE DENGELERİ/GSMH



Kaynak: TCMB, 2001 Yıllık Raporu, s.38

geniş ölçüde piyasalara bırakılmıştır. Ayrıca, Şekil 4.12' de görüldüğü gibi, kamu kesimi faiz dışı dengede yeterli ölçüde fazla yaratılmadığı ve (1999 hariç) kamu kesimi

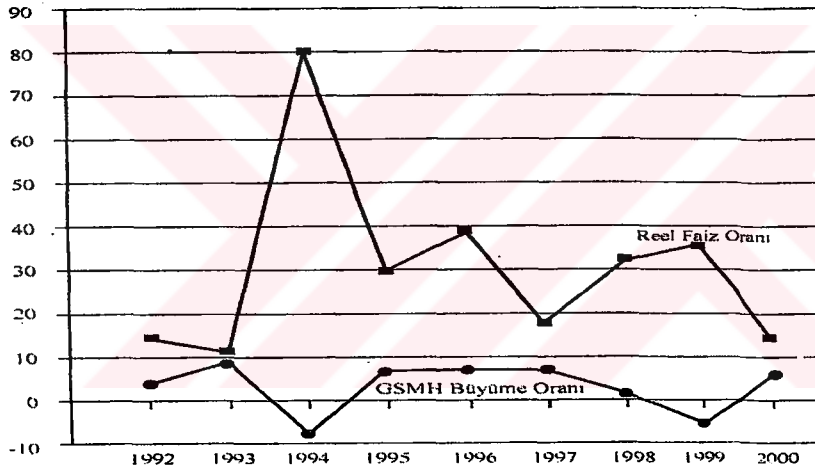
¹⁸³ Parasız, Enflasyon, Kriz ve Ayarlamalar, s.443

net dış borç ödeyici konuma geldiği için, iç borçlanma gereği hızla büyümüş ve yüksek faizli nakit iç borç stokunda hızlı bir artış gerçekleşmiştir.¹⁸⁴

Ayrıca Tablo 4.14'te de görüldüğü gibi iç borç stokunun GSMH içindeki payı (yüzde olarak) 1997'de 21,2 ve 1998'de 21,7 iken bu oran 1999'da 29,2'ye çıkmıştır. Dış borç stokunun GSMH' deki payı ise aynı yıllarda 43,9, 47,2 ve 55,3 olarak gerçekleşmiştir.

1997'den sonra büyüme hızında gözlenen gerilemelerin de etkisiyle, iç borç dinamiği özellikle 1999'da bozulmuş ve bütçenin reel faiz yükü de çok yüksek düzeylere ulaşmıştır. Öyle ki GSMH büyüme hızı eksi (-) seviyelerde iken reel faiz oranları %30'un üzerine çıkmıştır.(Şekil 4.13)

Şekil 4.13: İç Borçlanma Reel Faiz Oranı ve GSMH Büyüme Hızı (%)



Kaynak: İlker Parasız, a.g.e. s.445.

ii) Ekonomide dolarlaşmanın hız kazandığı ve enflasyon beklentilerinin yüksek olduğu bir ortamda iç borçlanma gereğinin yükselmesi, borçlanma vadelerinin uzatılmasını zorlaştırmış ve mali sektör üzerindeki baskıları artırmıştır.

Tablo 4.9'da toplam ve kısa vadeli dış borçlar ve bunların toplam dış borçlar ile net uluslar arası rezervlere oranı gösterilmektedir. Tabloya göre 1997 yılında 17,7 milyar dolar olan kısa vadeli dış borç miktarı 2000 yılında 28,3 milyar dolara yükselmiştir. Ayrıca 1997 yılında kısa vadeli borcun uluslar arası rezervlerdeki payı %65 iken bu oran 2000 yılında %81,3 gibi çok yüksek seviyelere ulaşmıştır.

¹⁸⁴ Celasun, a.g.e., s.12

Tablo 4.9: Toplam ve Kısa Vadeli Dış Borçlar ve Bunların Toplam Dış Borçlar ile Net Uluslararası Rezervlere Oranı (%)

Dış Borç (Milyar Dolar) Yıllar	Kısa Vadeli	Toplam	KV Borcunun Payı (%)	
			Toplam Borçta	UA Rezervlerde
1997	17.7	84,2	21.0	65.0
1998	20.8	96,4	22.0	70.5
1999	22.9	103.0	22.0	67.2
2000	28.3	118.7	23.8	81.3
2001	16.2	113.8	14.2	54.0
2002	15.2	131.3	11.8	39.9
2003	18.6	142.0	13.1	48.9

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, Temel Ekonomik Göstergeler
KV: Kısa vade, UA: Uluslararası

Bu koşullarda uygulanan para ve kur politikalarında mali piyasalarda görece bir istikrarın sağlanmasına ve iç borçlanmayı kolaylaştıran bir ortamın sürdürülebilirliğine öncelik tanınmıştır. Bu yaklaşımla Türkiye, kamu maliyesindeki dengesizliklere rağmen 1998-99'da dış finansal krizlerin bulaşıcı etkisinden korunabilmiştir. Ancak para arzının piyasada mevcut olan enflasyonist beklentileri onaylayan bir tarzda genişlemesi, beklentilerin katılaşmasıyla sonuçlanmıştır. Böylece, ekonomik birimler fiyatlarını geçmiş enflasyona veya nominal döviz kuruna endeksleme alışkanlığı kazanmış ve enflasyon ataleti (inertia) güçlenmiştir.

iii) Kamu bankalarında büyük artış gösteren görev zararları stokları bu bankalarda likidite riskini arttırırken, nakit iç borçların finansmanını ve çevrilmesini sağlayan özel bankaların bilançolarında kur ve faiz riskleri birikmiştir. 1994 krizinden sonra Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kapsamındaki banka mevduatlarına sağlanan devlet güvencesi, bankacılık sektöründe ahlaki risk (moral hazard) taşıyan davranışları teşvik etmiş ve (batık bankaların devralınması veya kurtarılması anlamında) devletin muhtemel mali yükümlülükleri (contingent liabilities) yeterli saydamlık kazanmadan büyümüştür. Sonuç olarak bütçenin ağırlaşan faiz yükü devletin ekonomiyi yönlendirme kapasitesini bir süre felce uğratmıştır.¹⁸⁵

Özetle, 1995–1999 dönemi boyunca ülke ekonomisini 1994 krizine sürükleyen ekonomik ve siyasi faktörlerde herhangi bir iyileşme ve gelişme yaşanmamış,

¹⁸⁵ A.g.e., s.12-13.

dengelesizlik yapay tedbirlerle bastırılarak krize yol açmadan geçiştirilmeye ve olası bir kriz ertelenmeye çalışılmıştır. Bu tür bastırarak zamana yayma politikaları, bastırma olanağı ortadan kalkınca daha şiddetli krizlere yol açmaktadır. Nitekim 2001 yılında da böyle olmuştur.

1999 yılı sonunda hükümet depremin de getirdiği ekonomik daralmanın etkisi altında Uluslararası Para Fonu (IMF) rehberliğinde uygulanacak yeni ve kapsamlı bir program ilan etti. Bu program 2002 yılı sonuna kadar enflasyonu tek haneli rakamlara düşürmeyi, reel faiz oranlarını indirmeyi ve böylece ülkenin uzun vadeli büyüme potansiyelini geliştirecek şekilde istikrarlı bir makroekonomik ortam yaratması hedefleniyordu. Bu program, bir buçuk yıl boyunca döviz kuru sepetinin değerinin ilan edildiği döviz kuruna dayalı bir istikrar programıydı. Daha sonra döviz kurları aşamalı olarak genişleyen bir bant içinde dalgalanmaya bırakılacaktı.

Programda uygulanmaya çalışılan klasik reçete, faiz oranlarının düşmesinin yatırımları artıracığı yönündeydi. Esas olarak beklenen, TL'nin değerlemesinin reel sektör üzerinde yaratacağı olumsuz etkinin düşük faiz oranları ile telafi edilebileceği ve dış ticaret açığının çok yükselmeyeceği yönündeydi.

Programın uygulanmaya başlamasıyla, döviz kurundaki belirsizliğin ortadan kalkması ve risk primindeki düşüşe paralel olarak faiz oranlarında da ani bir düşüş yaşanmıştır (Tablo 4.14 Satır 33). Böylece faiz giderleri azalmış ve bütçe rahatlamıştır. Fakat Türkiye gibi tüketim eğilimi yüksek olan bir ülkede faiz oranlarında meydana gelen düşme yatırımları beklenen seviyede artırmadığı gibi, bireylerin tasarruf eğilimini düşürüp tüketimi artırmıştır.¹⁸⁶ Böylece enflasyonda meydana gelen artış TL'nin reel olarak değer kazanmasına neden olmuştur. Bu reel değerlenme, yurtiçi talepte devam eden artış, uluslararası petrol fiyatlarındaki yükselme ve Euro'nun değer kaybı ile birlikte cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilemiştir.

Bütün bu gelişmelere rağmen hükümetin ek önlemler uygulamakta isteksiz davranması IMF'nin Ekim ayındaki 3.dilim kredinin serbest bırakılmasını ertelemesine neden olmuştur. Bu gelişme uluslararası yatırımcıların beklentilerini olumsuz yönde etkilemiştir. Bu olumsuz gelişmeler kısa vadeli faiz oranlarında yükselişe neden olurken

¹⁸⁶ Yentürk, a.g.e., s.68-71.

özellikle portföylerinde yoğun şekilde Devlet İç Borçlanma senedi tutan ve bunları kısa vadeli kaynaklara fonlayan bazı bankaların mali durumlarını bozmuş ve Kasım ayının ikinci yarısında mali piyasalarda güvensizliği artırmıştır. Vade uyumsuzluğunun yüksek olduğu bu bankalara yönelik piyasadaki güvenin zayıflaması, bunların likidite ihtiyacının hızla artmasına ve kısa vadeli faizlerin 17–22 Kasım döneminde yüzde 100'lerin üzerine çıkmasına neden olmuştur.

Kısa vadeli faizlerdeki bu sıçrama ile birlikte kamu menkul kıymetleri ve hisse senedi fiyatlarında hızlı düşüş gözlenmiş ve yabancı yatırımcılar Türkiye'deki portföylerini azaltmaya başlamışlardır. Kasım ayı ortasına kadar Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervlere İlişkin belirlenen hedefler tutturulmuş, ancak Kasım ayında mali sistemde yaşanan kriz sırasında ortaya çıkan yoğun likidite ihtiyacı Merkez Bankası'nın piyasayı fonlamasını gerektirmiştir. 22 Kasım ve 30 Kasım tarihleri arasında, genelde Açık Piyasa İşlemleri kanalıyla, piyasaya 3,9 katrilyon liralık likidite sağlanmıştır. Piyasaya sağlanan bu likidite nedeniyle Net İç Varlıklar hedefi aşılmıştır. Ayrıca, bu dönemde, yerli ve yabancı yatırımcıların döviz talebindeki artış nedeniyle Merkez Bankası 6 milyar dolar civarında net döviz satışı yapmıştır.¹⁸⁷ (Tablo 4.10)

Tablo 4.10: Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	Net İç Varlıklar Tavanı ⁽¹⁾ (Trilyon TL)		Net Uluslararası Rezervler ⁽²⁾ (Milyon ABD Doları)	
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme
31 Aralık 1999	-1.200	-1.437,7	12,000	16,757
31 Mart 2000	-1.200	-1.260,2	12,000	16,657
30 Haziran 2000	-1.200	-1.295,1	12,750	17,339
30 Eylül 2000	-1.200	-1.307,6	12,750	17,874
31 Aralık 2000	1.650 ⁽³⁾	1.060	10,400	12,488

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor, 2000, s.72

(1) Son beş iş günü ortalamalarıdır.

(2) Taban değeridir.

(3) Revize hedef; 11 Aralık 2000 ve 11 Ocak 2001 tarihindeki değerlerin ortalamalarıdır.

Ayrıca Aralık ayında IMF'de sağlanan 7,5 milyar dolar tutarındaki ek rezerv kolaylığı (SRF), 2,9 milyar dolar stand-by krediler olmak üzere toplam 10,4 milyar dolarlık fonun taksitler halinde Türkiye'ye aktarılacağına açıklanmasıyla programa olan güven tazelenmiş ve piyasadaki dalgalanmalar kısmen durulmuştur.¹⁸⁸ Merkez Bankası

¹⁸⁷ TCMB, 2001 Para Politikası Raporu, s.1

¹⁸⁸ Emel Yurt, *Dış Açık Ekonomilerde Para Politikaları*, Filiz Kitapevi, İstanbul 2005, s.213.

rezervleri kısa zamanda eski düzeyine ulaşırken faiz oranları kriz öncesi döneme göre yüksek seviyede olmakla birlikte önemli ölçüde düşmüştür. Sermaye girişlerinde nispi canlanma gözlenmesine karşı, Kasım ayında meydana gelen krizin başta kamu bankaları olmak üzere bankacılık sisteminin mali yapısında oluşturduğu hasar sistemin kırılabilirliğini artırmıştır.¹⁸⁹ Cari işlemler açığının 10 milyar dolara yaklaşması, ticari banka kesiminin bilanço içi net pozisyon açığının 18 milyar dolara ulaşması kamu bankalarının büyüyen likidite talepleri ve kısa vadeli dış borçların TCMB brüt döviz rezervlerini aşan bir düzeye gelmesi nedeniyle gerek yurtiçinden gerekse yurtdışından sağlanan fonların vadeleri gittikçe kısalmış ve faiz oranlarının döviz kuru sepetindeki artışa göre oldukça yüksek kalması, mevcut kur rejiminin sürdürülebilirliği noktasında kuşkuları artırmıştır.¹⁹⁰ Özetle ekonomik temellerde varolan ciddi sorunların devam etmesi nedeniyle istikrar fazla uzun sürmemiştir. Devlet iç borçlanma senedi ihalelerinde vadelerin kısılması ve faiz oranlarının yükselmesi kamu borçlarının sürdürülebilirliği konusundaki şüpheleri ortaya çıkarmıştır. Kamu borcundaki artış, yüksek enflasyon oranları ve Türk Lirası'nın sepete oranla değer kazanması, kur çapasının sürdürülebilirliği konusunda endişelere neden olmuştur. IMF yetkilileriyle birlikte program hedeflerinde yapılan düzenlemelerden hemen sonra koalisyon hükümetinde çıkan bir anlaşmazlık tüm piyasa güvenini sarsmış ve 19 Şubat 2001'de 7,6 milyar ABD dolarlık yoğun bir döviz talebine neden olmuştur. Merkez Bankası döviz kurunun seviyesini koruyabilmek için piyasadaki likidite düzeyini daraltmış, bu ise kısa vadeli faiz oranlarında bir ani artışa daha neden olmuştur. Kısa vadeli faiz oranlarındaki bu ani artış* sermaye kaçışını engelleyememiştir. Kamu bankalarının önemli boyuttaki likidite ihtiyacı tüm ödemeler sistemini kilitlemiştir. Döviz kuru rejiminin sürdürülmesinin imkansızlığı kısa zamanda ortaya çıkmış ve 1999 yılı enflasyonla mücadele programının temelini oluşturan kur çapası rejimi 22 Şubat'ta terk edilmiştir. ABD doları kuru 23 Şubat'ta 680 bin Türk Lirası'ndan 960 bin Türk Lirası'na yükselmiştir.¹⁹¹

Krizin getirdiği güvenilirlik kaybıyla öngörülebilir kur rejimi seçeneği geçerliliğini yitirdi. Sermaye hareketlerinin kontrol edilmediği bir ortamda, hem döviz

¹⁸⁹ TCMB, a.g.e., s.2.

¹⁹⁰ Celasun, a.g.e., s.18-19, TCMB, a.g.e., s.2.

* Gecelik faizler yüzde 5000'lere yükselmiştir.

¹⁹¹ TCMB, a.g.e., s.2.

kurunu ve hem de faizleri bir araç olarak kullanmak olanaklı değildir. Serbest dalgalı kur rejimine ani ve zorunlu geçiş ve ardından gelen yüksek oranlı devalüasyonlar, daha önce faiz şoklarıyla bilançoları hasar görmüş banka ve şirket sektörünü, özellikle açık döviz pozisyonları ile bu krize yakalanan ekonomik birimleri beklenmedik ölçülerde kötü dengelere sürüklemiş, öz kaynaklar erimiş ve varlık değerleri düşmüştür.¹⁹²

Kriz sonrası uygulanacak makroekonomik politikalar çerçevesinde Mart ayı ortasında "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı"nın genel stratejisi kamuoyuna açıklanmıştır. Bu strateji ile kamu maliyesi, gelirler politikası, özelleştirme, yapısal reformlar ve bankacılık alanında yapılacak düzenlemelerin genel çerçevesi belirlenmiştir. Bu strateji çerçevesinde öncelik, mali piyasalardaki belirsizliği azaltmak ve kriz ortamından süratle çıkmak için bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasına verilmiş olmakla birlikte, özellikle Şubat krizi sırasında faiz oranlarının yükselmesine ve piyasaların kilitlenmesine neden olan kamu ve fon bankalarının gecelik borçlanma sorununun çözümü ön plana alınmıştır.¹⁹³

Ana hatlarıyla ele alınan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde yapısal sorunlar ön plana çıkmakla birlikte sınırsız serbestliğe sahip sermaye hareketlerinin de etkisi büyüktür. Tablo 4.11 ve Tablo 4.12'de bu olguya dikkat çekilmektedir.

Tablo 4.11: Kriz Öncesinde ve Kriz İçinde Sermaye Hareketleri (Milyon \$)

	Kriz Öncesi Ocak 2000-Ekim 2000	Kriz Dönemi Kasım 2000 – Haziran 2001
Yabancılar: Net Sermaye Akımı	15179	-10432
* Dolaysız Yatırım	589	2406
* Portföy Yatırımı	6789	-8457
* Uzun Vadeli Sermaye Akımı	3201	-553
* Kısa Vadeli Sermaye Akımı	4600	-3828
Yerli Aktörler Net Sermaye Akımı	-5257	-3033
* Dolaysız Yatırım	-751	-452
* Portföy Yatırımı	-730	949
* Kısa Vadeli Sermaye, Kayıt-içi	-1226	-1847
* Kısa Vadeli Sermaye, Kayıt-dışı	-2550	-1683
Rezerv Değişimleri	-2324*	15239**
Cari İşlem Dengesi	-7589	-1764

Kaynak: Korkut Boratav, a.g.e. s.2.

Notlar:

(*) 499 milyon dolar IMF kredisi ile rezervlerdeki 2823 milyon dolar artıştan oluşur.

(**) 8076 milyon dolar IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki 7163 milyon dolar azalıştan oluşur.

¹⁹² Celasun, a.g.e., s.17

¹⁹³ TCMB, a.g.e., s.2

Tablo 4.12: Kriz Öncesinde ve Kriz İçinde Sıcak Para Hareketleri (Milyon \$)

	Kriz Öncesi Ocak 2000-Ekim 2000	Kriz Dönemi Kasım 2000 – Haziran 2001
Yabancı Kökenli Sıcak Para	4204	-10984
* Portföy, menkul değer	835	-8586
* Yerli Bankalara Kısa Vadeli Kredi	3639	-1688
* Diğer Kısa Vadeli Krediler (a)	84	224
* Mevduat ve Diğer Yükümlülükler	-354	-934
Yerli Kökenli Sıcak Para	-3498	-1012
* Portföy, Menkul Değer	-730	949
* Yerli Bankalardan Kısa Vadeli Kredi	59	-44
* Diğer Kısa Vadeli Varlıklar (b)	-1226	-1847
* Kısa Vadeli Sermaye, Kayıt-dışı	-277	-234
* Kayıt-dışı (NHN)	-2550	-1683

Kaynak : Korkut Boratav, a.g.e., s.3

Notlar:

a) Yabancılar açılan ticari krediler ve kısa vadeli borçlanmalar dahil değildir. b) Yerli aktörlerce açılan ticari krediler içerildiği için "sıcak olmayan" ögeler içermektedir.

Kriz öncesi döneme bakıldığında dikkati çeken ilk unsur 15.179 milyar dolar olan net yabancı sermaye girişinin 14.254 milyar dolarlık kısmının dış borcu artırıcı nitelikte olmasıdır.* Ayrıca 2000'in Ocak-Ekim arası döneminde cari açığının 7,6 milyar dolar olduğu düşünüldüğünde dış borçların, cari işler açığından bağımsızlaşarak büyüdüğü ve sermaye girişlerinin cari işlem açığının finansmanı ile bağlantılarının koştugu görülmektedir.

Kriz öncesi döneme ait verilerde dikkati çeken ikinci unsur ise yabancıların Türkiye'ye büyük boyutlu sermaye aktarımı olmasına rağmen yerli aktörlerin 5,3 milyar dolar civarındaki sermayeyi dışarıya çıkarmasıdır.

Kriz öncesi sıcak para hareketlerinin gösterildiği tablo 4.12'de görüldüğü üzere yabancı kökenli sıcak para girişi net yabancı sermaye girişinin %28'ini oluştururken yerli sıcak para, yerli aktörlerden kaynaklanan sermaye çıkışlarının üçte ikisini oluşturmaktadır. Bu oluşumda özellikle yabancı bankaların Türk bankalara açtıkları kredilerin son tahlilde T.C. Hazinesi tarafından üstlenileceği yönündeki tahminleri** ve yerli aktörlerin yabancılar kadar iyimser olmamaları önemli rol oynamıştır.

* Borç yaratan kalemler: Net sermaye akımı-Doğrudan yatırım-Portföy yatırımlarının hisse senedinden oluşan kısmı+IMF kredileri (15.179-589-835+499=14.254)

** Kasım 2000 krizi sonrasında IMF ile yapılan yeni anlaşma gereğince mevduata getirilen güvencenin bankaların dış borçlarına da teşmil edildiği açıklanmıştır

Kriz oluşumunda ve kriz içinde meydana gelen sermaye hareketlerine baktığımızda, sermaye hareketlerinin meydana gelen krizler üzerindeki etkisi daha da netleşmektedir.

Sermaye hareketleri bakımından ilk tehlike sinyalleri Eylül 2000'de net sermaye hesabının negatife dönmesi ile ortaya çıktı (NHN hariç – 243 milyon dolar). Bu dönemde meydana gelen düzenlemeler neticesinde Ekim ayında net sermaye girişinin tekrardan pozitif değerlerde gerçekleşmesine rağmen Kasım ayında yabancıların net 5,2 milyar dolar menkul değer satarak dışarıya çıkarmaları tabloyu tamamen tersine çevirdi. Bu şok neticesinde rezervlerde büyük miktarda azalma meydana geldi. Aralık 2000 – Ocak 2001 aylarında IMF'den sağlanan 2,9 dolar kredinin etkisiyle sermaye hareketlerinde geçici bir istikrar yakalanmış olmasına rağmen, krizin oluşum sürecinde anlatılan nedenlerden dolayı meydana gelen Şubat krizinde sermaye çıkışları üç kanaldan gerçekleşti. 3.8 milyar dolar menkul değer satımı, 1,3 milyar dolar yabancı bankaların yenilemedikleri kısa vadeli krediler ve 1,2 milyar dolar kayıt dışı hareketlerde olmak üzere toplam 6,3 milyar dolar sermaye çıkışı meydana geldi. Dolayısıyla belirlenen kalemlerde net olarak 11,5 milyar dolarlık sermaye çıkışı gerçekleşmiş ve bu tutarın 10,3 milyar doları yabancılardan kaynaklanmıştır.⁷⁰

Sonuç olarak bakıldığında Ocak-Ekim döneminde yabancı kökenli net sermaye akımı +15,2 milyar dolar iken Kasım 2000 – Haziran 2001 döneminde ise bu tutar -10,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve bu iki büyüklük arasındaki fark 25,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu değer GSMH'nın %12'si dolaylarında olduğu düşünüldüğünde iki dönem arasında ekonominin yabancı sermaye hareketleri nedeniyle yaşadığı negatif şokun büyüklüğü gözler önüne serilmektedir.

Özetle, Türkiye'de meydana gelen krizlerde ekonomi politika ve uygulamalardaki hatalar ön plana çıkmakla birlikte özellikle 22 Kasım 2000 ve 21 Şubat 2001 krizlerinde uluslararası yabancı sermayenin ani çıkışlar gerçekleştirerek borsada, faizde ve döviz fiyatlarında oluşan panik havasını yaygınlaştırdığı ve piyasa şoklarının büyümesine katkıda bulunduğu açık bir şekilde söylenebilecektir.

⁷⁰ Boratav, a.g.e., s.1-6

4.5. Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü

Türkiye'de finansal serbestleşme sonrasında yaşanan krizler ile sermaye hareketleri arasındaki yüksek dereceli ilişki dikkat çekmektedir. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ile birlikte izlenen sıcak para politikası kırılganlığı artırmıştır. Sıcak parayı çekebilmek için uygulanan yüksek reel faiz- düşük kur uygulamaları, kur-faiz arbitrajı yaratarak cari açık ve buna bağlı olarak ödemeler dengesi sorununu meydana getirmiş ve dış borç stokunu artırarak, ekonomide tıkanmaları ve sermaye kaçıışı ile başlayıp devalüasyonla son bulan krizleri istikrarlı hale getirmiştir.¹⁹⁵ Bu nedenle sermaye hareketlerinin kontrol altına alınması gündeme gelmektedir. Sermaye hareketlerinin kontrolü ile döviz kuru ve faiz oranları üzerindeki baskı azalacağından, cari açık problemi ve yüksek reel faizin nedeni ve sonucu olan kamu dengesizliği giderilebilecektir. Bu amaçla, Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketlerine yönelik uygulanacak Tobin vergisi etkili olabilecektir. Ancak yıllık dış finansman ihtiyacı 60-70 milyar dolar olan Türkiye'de Tobin vergisinin uygulanmasında birçok sorun yaşanacağı da muhakkaktır.

Spekülatif amaçlı uluslararası sermaye hareketlerinin giderek artmasının nedeni olduğu finansal ve ekonomik dalgalanmaları önlemek ve ulusal politikaları piyasanın diktatörlüğünden korumak için, James Tobin 1972 yılında dünya çapında uygulanacak bir döviz işlemleri vergisi önerisinde bulunmuştur. Bu öneri özet olarak, bir para biriminden başka bir para birimine çevrilecek olan paradan yüzde 0,1 ile yüzde 0,5 arasında değişen bir oranda vergi alınması içermektedir.¹⁹⁶

Tobin vergisine benzer bir uygulama Türkiye'de 1994 krizinde uygulanmıştır. Merkez bankası tarafından 1994 krizinde, bankaların pasifine giren döviz kredilerini mevduat munzam karşılığına tabi tutuldu. Ayrıca bir yıldan kısa vadeli olan kredilere Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu (KKDF) adıyla ek vergi konuldu. Fakat kredilerin çoğu 'bir yıl bir gün vade kaydı' ile gelerek vergiden kurtulmuştur. Mevduat munzam

¹⁹⁵ Yılmaz, a.g.m., s.11

¹⁹⁶ Aysel Arıkboğa, "Tobin Vergisi Önerisi" İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Maliye Bölümü Bülteni, Sayı.7, Ekim 2001

karşılığına tabi tutulanlar ise bu ek maliyeti kullanıcıdan faizi artırarak geri almıştır. Sonuç itibariyle bu iki önlem de beklenen etkiyi meydana getirememiştir.¹⁹⁷

Günümüzde ise Türkiye’de kambiyo işlemlerinden (döviz alım-satımı) yüzde 0,1 oranında vergi alınmaktadır. Ancak, kayıt dışı işlemlerin yaygınlığı dolayısıyla önemli bir hasılat sağlanamadığı gibi etkili de olamamaktadır. İMKB’de hisse senetleri üzerindeki işlemlerden alınan vergiyse üç ay vadeyle sınırlanmıştır. Bu “süre şartı” ABD’de ise bir yıl zarfında yapılan işlemleri de vergiye tabi tutmaktadır.¹⁹⁸ Ayrıca yerli ve yabancıların, Türkiye’de finansal araçlardan elde ettikleri kazanç ve iratlara %15 oranında stopaj uygulanmaktadır.*

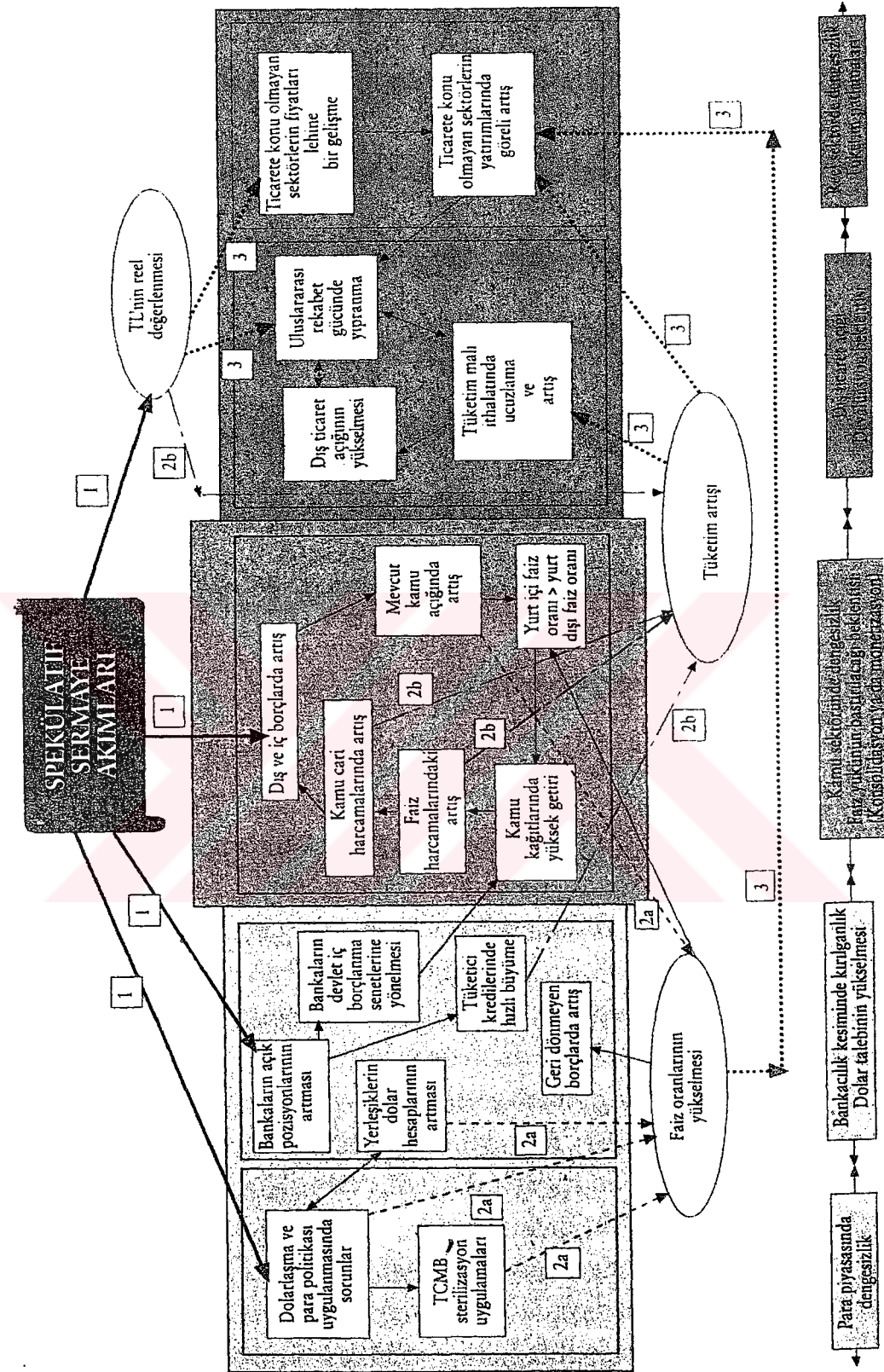
Sonuç olarak Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketlerine yönelik dolaylı kontroller yerine, Şili ve Malezya’da olduğu gibi doğrudan kontroller uygulanabileceği gibi, kambiyo işlemlerinden alınan vergi oranı biraz artırılarak sıkı denetime alınabilir ve İMKB’deki işlemlerde vergiye tabi olan işlem süresi bir yıla, hatta üstüne çıkarmak düşünebilecek ilk işler arasında yer almaktadır. Çünkü işlem maliyeti spekülasyondan beklenen kârı azalttığı ölçüde caydırıcı bir etki yaratabilecektir.

¹⁹⁷ Gazi Erçel, “Sıcak Paraya Vergi”, *Sabah*, 18 Mart 2005

¹⁹⁸ Kazgan, *Türkiye Ekonomisinde Krizler*, s.313

* 21.06.2006 tarihi itibariyle yurtdışı yerleşiklerin finansal araçlardan elde ettiği kazanç ve iratlara uygulanacak stopaj oranı sıfıra indirilmiştir.(22 Haziran 2006 *Sabah* Gazetesi).

Tablo 4.13: Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri



Kaynak: Nurhan Yentürk, Körlerin Yürüyüşü, s.113

Tablo 4.14: Temel Ekonomik Göstergeler (%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
1 İhracat/İthalat	38.73	54.90	69.15	66.39	71.52	73.51	71.11	76.17	87.03	73.63	57.69	65.06	64.51	52.43	81.35	62.45	75.41	68.01	68.54	73.73	59.13	88.70	82.30
2 İhracat/GSMH	4.01	6.90	8.95	9.49	12.18	12.13	9.92	11.80	13.22	10.85	8.55	8.99	9.28	8.62	14.09	12.80	17.63	16.89	15.23	15.74	15.68	24.07	22.00
3 İthalat/GSMH	10.35	12.57	12.95	14.29	17.03	16.50	13.95	15.49	15.18	14.74	14.82	13.83	14.38	16.43	17.32	20.49	23.98	24.84	22.22	21.34	26.52	27.14	26.73
4 Faiz ödemeleri/GSMH	1.57	-2.12	2.21	2.46	2.37	2.14	2.35	2.29	2.69	2.05	1.54	1.64	1.37	1.29	2.32	1.64	1.43	1.39	1.14	1.66	1.71	2.99	2.15
5 Birincil açılış/GSMH	-3.13	-0.72	0.76	-0.63	0.00	0.65	0.43	1.37	4.45	2.93	-0.18	1.81	0.79	-2.49	4.34	0.28	1.10	0.33	2.11	0.93	-3.12	5.31	1.17
6 Cari açılış/GSMH	-4.69	-2.84	-1.45	-3.09	-2.37	-1.49	-1.42	-0.92	1.77	0.89	-1.72	0.17	-0.59	-3.77	2.02	-1.36	-1.32	-1.06	-0.97	-0.73	-4.83	2.32	-0.98
7 Serm. hareketleri/GSMH	0.93	1.32	0.43	1.42	0.12	1.56	2.78	2.16	-1.06	0.72	2.65	-1.58	2.27	4.95	-3.21	2.70	4.76	4.52	0.22	2.51	4.68	-9.69	1.10
8 Doğrudan yat./GSMH	0.02	0.14	0.08	0.07	0.19	0.15	0.16	0.12	0.39	0.61	0.46	0.52	0.49	0.34	0.43	0.45	0.33	0.29	0.28	0.07	0.06	1.89	0.48
9 Portföy yat./GSMH							0.19	0.32	1.31	1.46	0.36	0.43	1.50	2.16	0.89	0.14	0.31	0.85	-3.11	1.84	0.51	-3.08	-0.38
10 Kasa dön. serm./GSMH		0.18	0.15	1.28	-1.07	2.17	1.06	0.06	-2.53	-0.49	1.97	-1.99	0.87	1.69	-3.93	2.16	3.23	0.91	1.27	0.41	2.00	-7.73	-0.23
11 Uluslararası (milyon dolar)	1209	1658	1979	2093	3482	3279	4347	5212	6428	9283	11387	12150	15252	17761	16514	23317	24966	27138	29499	34175	32231	30192	38067
12 Döviz mevduatı/MZY						8.50	11.40	16.79	22.90	19.68	19.32	24.74	35.16	42.54	47.68	43.36	45.63	46.41	46.52	43.49	47.59	53.09	53.92
13 MZY\$ (milyon dolar)						16215	15569	17986	16597	20919	27991	28774	33418	36171	28897	36979	42814	48176	56401	66921	76338	68550	76705
14 Hanehali, krediler/							2.49	3.14	0.62	0.79	0.89	0.83	1.17	12.89	6.05	6.64	8.04	10.32	12.67	13.10	25.04	14.55	21.76
Mevduat bank. kred.								1.14	0.77	1.04	1.45	0.71	1.04	1.13	0.57	1.14	0.97	1.27	0.60	0.46	1.41	1.06	0.07
15 Mev.bank.kredi.büy./																							
Mev.bank.mev. büy.																							
16 KKBG/GSMH	8.77	3.98	3.52	4.95	5.39	3.58	3.65	6.08	4.82	5.33	7.38	10.34	10.56	11.71	7.86	5.20	8.95	7.64	9.08	15.13	12.45	15.89	8.21
17 Kons.bütçe açığı/GSMH	-3.13	-1.55	-1.48	-2.25	-4.42	-2.26	-2.75	-3.46	-2.99	-3.26	-3.01	-5.28	-4.30	-6.63	-3.91	-4.03	-8.27	-7.62	-6.96	-11.55	-10.20	-15.92	-14.29
18 Faiz ödemeleri/GSMH	0.60	0.93	0.82	1.51	1.99	1.91	2.60	3.85	3.99	3.59	3.52	3.79	3.65	5.83	7.67	7.33	10.00	7.75	11.54	13.69	16.23	22.88	18.97
19 Pers. ödemeleri/GSMH	6.60	5.05	5.21	4.82	4.17	3.61	3.59	3.02	3.91	5.44	6.66	7.77	8.52	8.49	7.02	6.40	6.50	7.05	7.23	8.82	7.92	8.47	8.47
20 Birincil açılış/GSMH	-2.53	-0.61	-0.66	-0.73	-2.43	-0.35	-0.15	-0.44	0.87	0.33	0.51	-1.49	-0.65	-0.80	3.76	3.30	1.73	0.13	4.58	2.14	6.03	6.96	4.68
21 İle borç stoğu/GSMH		20.90	19.73	20.54	22.95	22.03	18.21	14.40	15.39	17.60	17.89	20.56	17.33	21.02	21.22	21.70	29.28	28.91	68.06	54.80			
22 Haz.bonosu/İle borç stok.			7.34	7.03	7.83	11.17	8.93	8.43	9.88	18.70	21.75	18.05	38.06	46.38	48.52	38.07	50.30	14.12	5.65	16.40	24.70		
23 Dış borç/GSMH	22.35	25.00	26.79	29.53	34.05	37.43	41.99	46.21	45.11	38.45	32.18	33.23	34.63	37.22	50.26	42.67	43.24	43.87	47.26	55.28	59.26	78.57	72.44
24 GSMH büyüme hızı	-2.80	4.81	3.09	4.21	7.11	4.30	6.76	9.81	1.45	1.63	9.37	0.34	6.42	8.14	-6.09	7.95	7.12	8.29	3.86	-6.08	6.13	-9.25	7.65
25 Ticarete konu olan yat./																							
Toplam yatırım	38.45	46.18	46.06	45.98	45.15	42.61	41.08	35.22	30.83	29.53	35.86	31.87	30.15	29.84	33.87	34.48	34.19	30.89	32.92	32.78	36.00	32.80	34.00
26 Yatırım mali ihr./Topl.ihr.							16.14	18.14	20.53	21.18	25.12	22.53	22.80	23.90	22.90	23.42	21.63	20.90	23.42	21.63	20.90	16.98	16.55
27 Tük.mali ihr./Toplam ihr.							4.67	9.32	7.53	7.78	8.62	5.96	6.79	9.84	11.05	11.68	12.54	13.30	9.96	9.73			
28 Yatırım mali ihr./Topl.ihr.							1.77	2.19	2.50	3.31	3.53	3.99	3.84	4.76	5.01	5.17	6.77	7.72	8.41	7.61			
29 Tüketim mali ihr./Topl.ihr.							46.85	51.11	50.64	53.26	53.54	50.57	54.74	53.24	52.94	53.47	52.37	50.54	48.75	51.46			
30 Devalüasyon oranı	150.81	61.16	37.06	38.72	63.24	42.15	28.92	28.06	66.90	48.27	22.83	60.20	64.65	60.53	169.93	53.55	77.94	86.85	71.66	60.92	48.48	96.47	22.88
31 Reel döviz kuru 1995=100																103.1	101.8	115.9	120.9	127.3	147.6	116.3	125.4
32 Enflasyon oranı (TÜFE)	115.59	33.91	21.91	31.39	48.40	45.00	34.60	38.80	73.70	63.30	60.30	66.00	70.10	66.10	106.26	93.63	80.40	85.70	84.60	64.99	54.58	54.40	44.80
33 Faiz oranı (1 yıl vadeli)							45.00	55.00	48.00	83.90	58.80	59.40	72.70	74.20	74.80	95.56	92.32	93.80	96.60	94.60	46.70	45.60	62.50
34 Haz. bonosu faiz oranı							43.70	50.20	53.60	48.10	64.30	58.80	52.90	79.50	86.50	87.60	164.40	121.80	135.20	126.70	123.10	131.50	38.30
35 Sıcak paranın getirisi							-5.89	12.83	20.69	16.23	-7.91	25.03	28.95	10.90	15.73	17.20	-2.06	46.84	32.40	21.50	29.90	43.55	-1.67

Notlar: Sıcak paranın getirisi = $(1+i)/(1+e)-1$; i = dönemün en yüksek faiz oranı, e = devalüasyon oranı.

Alt sektöre göre dış ticaret verileri SITC-Rev 2'ye göre.

Satır 25 = Ticarete konu olan (tarım, imalat, madencilik ve turizm) özel kesim yatırımlarının toplam özel kesim yatırımları içindeki payı.

MZY\$ = MZY/Nominal döviz kuru.

SONUÇ

Günümüzde yaşanan mali küreselleşme ile mali krizler arasında yakın bir ilişki söz konusudur. 1990'lı yıllarda Meksika'da, Güney Doğu Asya'da, Rusya'da, Brezilya'da, Türkiye'de ve diğer gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan mali krizler bu ülkelerde büyük refah kayıplarına neden olmuştur.

Yaşanan olaylar günümüzde, mali krizlerle yabancı sermaye giriş ve çıkışları arasında yakın bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Fakat belirtmek gerekir ki krizlerin tek nedeninin yabancı sermaye olduğunu söylemek gerçekçi değildir. Kriz ortamını yaratan asıl nedenler bu ülkelerdeki makroekonomik dengesizliklerle ilgilidir. Krize yol açan makro dengesizlikler arasında dış ticaret ve cari işlemler açığı, yüksek enflasyon ve sabit kur uygulamaları, ulusal paranın aşırı değerlenmesi, kamu finansman açıkları, bankacılık sektöründeki denetim eksikliği ve sermaye yetersizlikleri ön planda gelmektedir.

Mali küreselleşme sonucu, yabancı sermaye dolaşımının hızlanması, mali krizlerin daha sık ortaya çıkmasına uygun bir ortam hazırlamıştır. Örneğin kristal bir bardak, doğası gereği kırılabilir özellik taşır ve bu olgu bütün kristal bardaklar için söz konusudur. Buna ek olarak, imalat sırasındaki hatalardan ya da başka bir nedenden dolayı bazı bardaklarda kırılma daha fazla olabilir. Benzer şekilde, finansal sistemin zayıf ve kırılabilir olması sistemin doğasından, işleyiş mekanizmasından ve kredi ilişkilerinin yapısından kaynaklanır. Bu çerçevede finansal kriz, sermaye hareketleri gibi dışsal etmenlerin, finans sistemindeki kırılabilirlikle etkilenerek hasar yaratması olarak tanımlanabilir. Başka bir deyişle sermaye hareketleri, bardağın yere düşmesine ya da darbeye maruz kalmasına neden olarak krizin oluşumuna etki etmektedir.

Bununla birlikte gelişmekte olan ülkelerin mali liberalleşmeye geçiş zamanlaması da oldukça önemlidir. Makro ekonomik dengelerin kurulamadığı, yabancı sermaye konusunda gerekli denetim ve düzenlemelerin oluşturulmadığı, sağlam bir bankacılık sisteminin kurulamadığı bir dönemde aceleci hareket edilerek mali liberalleşmeye geçilmesi, ileride ortaya çıkabilecek mali krizlerin habercisi durumundadır.

Sonuç olarak, sermaye hareketlerinin krizleri **tetikleyici** role sahip olduğunu söylemek yerinde olacaktır. Literatürde özel yabancı sermaye yatırımlarının etkileri konusunda iki genel eğilim bulunmaktadır. Buna göre, doğrudan yabancı yatırımlar, diğer sermaye akımlarına oranla alıcı ülkenin kaynak dağılımı ve üretim etkinliği üzerinde pozitif bir etki meydana getirirken, özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri ülkelerin yaşadığı krizlerde önemli bir role sahiptir.

Bu noktada mali krizler açısından asıl önem taşıyan, kısa süreli yabancı sermayeye ilişkin denetim ve düzenleme mekanizmalarının oluşturulabilmesidir. Bu noktada tüm ülkeleri kapsayacak biçimde uluslararası norm ve standartların oluşturulabilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde sermaye herhangi bir denetimin olmadığı ülkelere gidecektir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerine yönelik kısıtlama noktasında günümüzde üzerinde sıkça durulan konu Tobin Vergisi'dir. Spekülatif amaçlı uluslararası sermaye hareketlerinin giderek artmasının neden olduğu finansal ve ekonomik dalgalanmaları önlemek ve ulusal politikaları piyasanın diktatörlüğünden korumak için, James Tobin 1972 yılında dünya çapında uygulanacak bir döviz işlemleri vergisi önerisinde bulunmuştur. Bu öneri özet olarak, bir para biriminden başka bir para birimine çevrilecek olan paradan yüzde 0,1 ile yüzde 0,5 arasında değişen bir oranda vergi alınması içermektedir

Tobin vergisi hükümetlerce ulusal makroekonomik politikaların belirlenmesi ve uygulanması noktasında daha fazla manevra imkanı sağlamasına ve kısa vadeli sermaye hareketleri konusunda cazip fikirler ortaya koymasına rağmen uygulamada birçok sorunu içinde barındırmaktadır. Bu nedenle Tobin Vergisi'nin uluslar arası bir norm ve uygulama haline gelmesi güç görünmektedir.

Mali krizlerin önemli bir nedeni yukarıda da değinildiği üzere, 1970'li yıllarda Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasından sonra ortaya çıkan ve faiz-kur arbitrajına dayanarak en yüksek getiriyi elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla geçebilen türdeki sermaye akımlarıdır. Gelişmekte olan ülkelerin karşılaştıkları bütçe açıklarını iç ve dış borçlanma ile finanse etmeye çalışmaları, söz konusu hükümetleri

yüksek faiz politikası izlemeye itmiştir. Bunun yanı sıra IMF'nin birçok gelişmekte olan ülke üzerinde denediği sabit kur politikaları da bu noktada etkili olmuştur.

Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelerin kamu kesiminin borçlanma gereğinin azaltılması veya ortadan kaldırılması adına geniş bir tabana dayalı vergi politikası ile vergi gelirlerinin artırılması ve kamu harcamaları alanında da özellikle cari giderlerden tasarruf sağlayıcı politikalar izlemesi sermaye hareketlerinin istikrarsızlığını azaltıcı yönde etki yaratacaktır. Bunun yanı sıra döviz kuru politikalarında uygulanacak esnek döviz kur rejimi ile bankacılık sisteminin, temel fonksiyonu olan reel sektöre kaynak aktarımı fonksiyonunu yerine getirecek biçimde yapılandırılması, güçlendirilmesi ve denetlenmesi de büyük önem taşımaktadır.

Çalışmanın Türkiye bölümünde gelişmekte olan ülkelerdeki mevcut sorunların Türkiye'de geçerli olduğunu göstermektedir. Ayrıca ülkemizde yaşanan 1994 ve 2000/2001 krizlerinde sermaye çıkışlarının büyük bir etkisine sahip olduğu açıkça belirtilmektedir. Özellikle 2000/2001 krizinde sermaye hareketlerinin etkisi daha da belirgindir. 2000 yılının Ocak-Ekim döneminde yabancı kökenli net sermaye akımı +15,2 milyar dolar iken Kasım 2000 – Haziran 2001 döneminde ise bu tutar -10,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve bu iki büyüklük arasındaki fark 25,6 milyara ulaşmıştır. Bu değer GSMH'nin %12'si dolaylarında olduğu düşünüldüğünde iki dönem arasında ekonominin yabancı sermaye hareketleri nedeniyle yaşadığı negatif şokun büyüklüğü gözler önüne serilmektedir.

Günümüze bakıldığında ise dikkati çeken unsur Türkiye'nin fiyat istikrarı çerçevesinde uygulamış olduğu sıkı para politikasının yüksek reel faizlere neden olduğudur. Yüksek reel faizler ekonomiye yüksek hacimli sıcak para girişlerini özendirerek döviz kurunun ucuzlamasına ve ithal girdi maliyetlerinin de gerilemesine yol açmaktadır. Yüksek reel faiz-düşük kur uygulaması bir yandan enflasyonun gerilemesini sağlarken, diğer yandan Türkiye'nin cari açığını derinleştirmektedir.

Türkiye'nin cari işlemler dengesi 2001 yılında 3,4 milyar dolar cari işlemler fazlası verirken 2005 yılında cari işlemler dengesi 22,8 milyar dolarlık açığa dönüşmüştür. Son dört yılda birikimli cari işlemler açığı 44,6 milyar dolara ulaşmıştır. Bu miktar artan dış borçlanma ile karşılanmıştır. Söz konusu dönemde Türkiye'nin dış

borçları 113,6 milyar dolardan, 170,5 milyar dolara çıkarken 56,9 milyar dolarlık artış göstermiştir. Bu artışın 21,6 milyar doları kamu sektörünün borçlanmasından, 45,3 milyar doları da özel sektörün borçlanmasından kaynaklanmıştır.

Bu noktada asıl dikkati çeken nokta, 2001 sonrası dönemde Türkiye'nin dış borçlarındaki artışın esas olarak özel sektör kaynaklı olmasıdır. Özel sektör içerisinde ise finansal kuruluşların 20,2 milyar dolarlık dış borçlanmasına karşılık finansal olmayan kuruluşların 23,6 milyar dolarlık borçlanması dikkat çekmektedir.

Günümüzde finansal kuruluşların 2001 öncesine göre daha yakından denetlendiği ve borçlanmalarının yakından takip edildiği gözlenmektedir. Buna karşılık finansal olmayan kuruluşların ve şirketlerin dış borçlanması üzerine herhangi bir denetim mekanizmasının mevcut olmaması şirketleri döviz kurunun düşüklüğünden yararlanarak aşırı risk alma ve dış borçlarını hızla artırmaya yönelmektedir.

Bunun yanı sıra 2002 yılında toplam dış borçların % 12,6'sı kısa, %87,4'ü orta ve uzun vadeli dış borçlardan oluşurken, 2005 yılı sonunda toplam dış borçların %22,5'i kısa, %77,5'i ise orta ve uzun vadeli dış borçlar şekline dönüşmüştür. Bu noktada cari açık hızla artarken kısa vadeli dış borçların toplam dış borçlar içindeki payının artması dikkati çeken diğer husustur.

Dünya piyasalarına bakıldığında ise özellikle 2005 yılından itibaren başta ABD olmak üzere AB, Japonya gibi gelişmiş ülkelerin para politikalarını değiştirme eğiliminde olduğu görülmektedir. Söz konusu ülkelerin merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarını artırma yönünde hareket etmektedir. ABD Merkez Bankası (FED) kısa vadeli faiz oranını %1,5-2 seviyelerinden %4,5-5 seviyelerine yükseltirken, AB'nin faiz oranlarını %3 seviyelerine çekmesi beklenmektedir.

Sonuç olarak, dünyada gelişmiş ülkelerin faiz oranlarını artırma eğilimine girdiği günümüzde Türkiye'de meydana gelebilecek beklenmedik bir gelişme ülkeden sermaye çıkışına ve YTL'nin değerinin düşmesine neden olacaktır. Bu durum ise aşırı borçlanan şirketler ve hane halklarının finansal dengelerinin hızla bozulmasına ve reel sektörde bir çöküş yaşanmasına neden olabilecektir.

Reel sektörün intibak mekanizmaları, finans sektörüne göre daha yavaş fakat daha kalıcı ve derin olduğu için, oluşacak süreç ani bir şekilde değil, zamana ayılmış uzun süreli bir durgunluk biçiminde ortaya çıkabilecektir. Bu tür bir kriz olgusu gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde doğrudan reel sektörden kaynaklanan bir “üçüncü nesil kriz” biçiminin yapısal koşullarının gerçekleşmesine neden olabilecektir.

Günümüzde Türkiye’de kambiyo işlemlerinden (döviz alım-satımı) yüzde 0,1 oranında vergi alınmaktadır. Ancak, kayıt dışı işlemlerin yaygınlığı dolayısıyla önemli bir hasılat sağlanamadığı gibi etkili de olamamaktadır. İMKB’de hisse senetleri üzerindeki işlemlerden alınan vergiyse üç ay vadeyle sınırlanmıştır. Bu “süre şartı” ABD’de ise bir yıl zarfında yapılan işlemleri de vergiye tabi tutmaktadır.

Uygulanan bu politikaların istenilen seviyede etkiye sahip olmaması dolayısıyla Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketlerine yönelik olarak, kambiyo işlemlerinden alınan vergi oranının biraz artırılarak sıkı denetime alınması ve İMKB’deki işlemlerde vergiye tabi olan işlem süresi bir yıla, hatta üstüne çıkarılması düşünülebilecek ilk işler arasında yer almaktadır. Çünkü işlem maliyeti spekülasyondan beklenen kârı azalttığı ölçüde caydırıcı bir etki yaratabilecektir.

Uluslar arası sermaye hareketlerinin etkilerinin ele alındığı çalışmamızı Mustafa Kemal Atatürk’ün 1923 İzmir İktisat Kongresini Açış Konuşmasında yabancı sermayeye bakışını ortaya koyan görüşü ile tamamlamak, günümüzde sıkça tartışılan sermaye hareketlerine yönelik duruşumuzu şekillendirmek açısından yerinde olacaktır. Gazi Mustafa Kemal yabancı sermaye konusunda özetle şöyle demektedir:

“İktisat sahasında düşünürken ve konuşurken zannolunmasın ki biz yabancı sermayesine hasım bulunuyoruz. Hayır, bizim memleketimiz geniştir. Çok emek ve sermayeye ihtiyacımız vardır. Binaenaleyh kanunlarımıza uymak, saygı göstermek şartıyla yabancı sermayelerine lâzım gelen teminatı vermeye her zaman hazırız ve şayanı arzudur ki, yabancı sermayesi bizim emeğimize ve serveti sabitimize katılsın. Bizim için ve onlar için faydalı neticeler versin; fakat eskisi gibi değil!”

KAYNAKÇA

- Abel, Andrew B. And Ben S.Bernanke, **Macroeconomics**, Addison Wesley Longman, New York, 2001
- Akdiş, Muhammed, 'Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi', Denizli, 2004. (<http://makdis.pamukkale.edu.tr/Mak21.htm>)
- Akyüz, Yılmaz and Andrew Cornford, 'Capital Flows to Developing Countries and The Reform of The International Financial System', UNCTAD, No.143, 1999 (http://www.unctad.org/en/docs/dp_143.en.pdf)
- Alp, Ali. **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, İMKB Yayınları, İstanbul, 2002
- Alper C.Emre and İsmail Sağlam, 'The Transmission of a Sudden Capital, Outflow: Evidence from Turkey', *Eastern European Economies*, Vol.39, No.2, April 2001 <http://www.econ.boun.edu.tr/papers/pdf/wp-01-09.pdf>
- Altınkemer, Melike. "Capital Flows: The Turkish Case, The Central Bank of the Republic of Turkey", Resarch Deparment, Discussion Paper No.9601, December 1995
- Arıkboğa, Aysel, "Tobin Vergisi Önerisi" İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Maliye Bölümü Bülteni, Sayı.7, Ekim 2001
- ATO, "Cari Açıklar Tarihi Raporu, 2005", www.atonet.org.tr.
- Başoğlu, Ufuk, Ali Ceylan ve İlker Parasız. **Finans Teori Kurum Uygulama**, Ekin Kitapevi, Bursa, 2001.
- Başoğlu, Ufuk, Nalan Ölmezoğulları ve İlker Parasız, **Dünya Ekonomisi**, Ezgi Kitapevi, Bursa 2001
- BDDK, "Bankacılık Sektörü Reformu Gelişme Raporu 2001" www.bddk.gov.tr.
- Begg, David., Stanley Fischer ve Rudiger Darnbusch, **Makro İktisat**, Ed. Vildan Serin, Alkım Yayınları, İstanbul, 2001
- Berksoy, Taner ve Burak Saltoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1998-58, İstanbul, 1998
- Boratav, Korkut "Sermaye Hareketlerinde Bolluk Yılı", **Cumhuriyet**, 22 Şubat 2006
- Boratav, Korkut. "2000/2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri" http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_agu01

- Brainard, Harry G., **Uluslararası İlişkiler**. Çev: Osman Tekok, Kalite Matbaası, Ankara, 1975
- Celasun, Merih. “2001 Krizi Öncesi ve Sonrası: Makro-ekonomik ve Mali Bir Değerlendirme” <http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf>
- Celasun, Oya, Cevdet Denizer and Dong He, “Capital Flows, Macroeconomic Management and the Financial System: The Turkish Case”, 1989-97, July 1999 www.worldbank.org
- Cumhuriyet Gazetesi, 16 Eylül 1989
- Çıplak, Uğur. “Ödemeler Dengesinde Net Hata ve Noksan Kalemi Üzerine Bir Değerlendirme”, TCMB, Ankara, 2005
- Dodd, Randall. “Managing the Economic impact from Foreign Capital Plows”, UN Headquartes, Conference Room.3, 22 March 2004 <http://www.un-ngls.org/cso/cso2/0030304-Hearings-CS-rdodd.pdf>
- Duruşoy, Serap, Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri, Dış Ticaret Dergisi, Sayı 18, Temmuz 2000 <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>
- Emek, Uğur, “Finansal Piyasalarda Serbestlemenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri”, Rekabet Dergisi, sayı 3, 2000 <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>,
- Engin, Yılmaz, "Türkiye'de Finansal Krizlerin Nedeni Olarak Sermaye Hareketleri ve Kontrolüne Yönelik Önlemler", Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir 2004, (Wikipedi, Özgür Ansiklopedi) http://tr.wikipedia.org/wiki/Finansal_sermaye_kontrolleri
- Erçel, Gazi. 'Sıcak Paranın Miktarı', **Sabah**, 28 Mart 2005
- Erçel, Gazi. 'Sıcak Paraya Vergi', **Sabah**, 18 Mart 2005.
- European Commission, “Turkey 2005 Progress Report”, Brussels, 9 November 2005, Gayr-ı Resmi Tercüme, Avrupa Birliği Merkezi, Ankara, www.abmankara.org.tr
- Goldstein, Morris, **Coping With Too Much of a Good Thing, Policy Responses for Large Capital Inflows in Developing Countries**, Policy Research Working Paper 1507, The World Bank, September, 1995
- Harding, Don. “International Capital Flows, Exchange Rates and Macroeconomic Policy”, Melbourne Institute Working Paper No.24/99, November 1999. (<http://melbourneinstitute.com/wp/wp99n24.pdf>)
- Hoggarth, Glenn and Gabriel Sterne. “Capital Flows: Causes, Consequences and Policy Responses”, Handbooks in Central Banking, No:14, Bank of England, 1997. (www.bankofengland.co.uk)

- Ishii, Shogo and Karl Habermeir, “**Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability**”, IMF Occasional Paper, No.211, Washington, 2002
- İnandım, Şeyda, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Öviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği” TCMB, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Kasım 2005
www.tcmb.gov.tr
- İnsel, Aysu ve Nesrin Sungur. “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, No.2003/8, Ankara, 2003
- İSO, **Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Türkiye**, İSO Yayınları, No.2002/1, İstanbul, 2002
- İyibozkurt, Erol. **Uluslararası İktisat Teori ve Politika**, Ezgi Kitapevi, Bursa, 1995
- Kaminsky, Graceila L. “International Capital Flows: A.Blessing or Curse?”, George Washington University and NBER, Washington, 2005. (www.nber.org)
- Kaminsky, Graceila L., Carmen M. Reinhart and Carlos A.Vegh. “When It Rains, It Pours: Pro-cyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies”, NBER Working Paper Series, Working Paper 10780, 2004 (www.nber.org)
- Karluk, Rıdvan. “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeğe Katkısı”, Ankara, Şubat 2001. www.tcmb.gov.tr
- Karluk, S.Rıdvan. **Uluslararası Ekonomi**, Beta Yayınları, İstanbul, 2003.
- Kaya, Yasemin Türker. **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi, Türkiye Örneği**, DPT Yayın no, DPT 2487, Ankara, 1998
- Kazgan, Gülten, “Türkiye’de Ekonomik Krizler: (1929-2001) Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme”, 25-26-27 Eylül, DEGEV-Türkiye İş Bankası
- Kazgan, Gülten. **Küreselleşme ve Ulus Devlet**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2005
- Kazgan, Gülten. **Türkiye Ekonomisinde Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2005
- Kepenek, Yakup ve Nurhan Yentürk. **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2001
- Kula, Ferit. “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, C.Ü., İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt.4, Sayı.2, 2003
- McKinley, Tery, “The Monopoly of Global Capital Flows: Who Needs Structural Adjustment Now?” International Poverty Centre, United Nations Development

Programme, Working Paper, no.12, March 2006
<http://www.undp-povertycentre.org/newsletters/WorkingPaper12.pdf>

- Mishkin, Frederic S., "Systemic Risk, Moral Hazard and The International Lender of Last Resort", **Private Capital Flows in the Age of Globalization**, Ed. Uri Dadush, Edward Elgar Publishing, USA, 2000
- OECD, **Forty Years Experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements**, OECD Publications, 2002
- Parasız İlker. **Uluslararası Para Sistemi**, Ezgi Kitapevi, Bursa, 1996
- Parasız, İlker. **Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar**. Ezgi Kitapevi, Bursa, 2001
- Parasız, İlker. **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitapevi, Bursa, 2000
- Parasız, İlker. **Para Politikası**, Ezgi Kitapevi, Bursa, 1998
- Reinhart, Carmen M., "Some Perspective on Capital Flows to Emerging Market Economies", NBER Reporter, Research Summary Summer, 2005 www.nber.org/
- Reinhart, Carmen M., Ioannis Tokatlidis, **Before and After Financial Liberalization**, University of Maryland and NBER
<http://www.wam.umd.edu/~creinhar/Papers/CRBefore%20and%20After%20Finan%20Lib.pdf>,
- Reisen, Helmut. **Pensions, Savings and Capital Flows**, Edward Elgar Publishing, Massachusetts, 2000
- Sarı, Müslim. "Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları", TCMB, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2004
- Seyidoğlu, Halil. "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri", Doğu Üniversitesi Dergisi, 2003
- Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası Finans**, Güzem Yayınları, İstanbul, 1997
- Şahin Afşin. "Dış Açık Ekonomilerde Para Politikalarının Etkinliği ve Sermaye Hareketleri Konularında Genel Bir İnceleme", Eylül 2004
<ftp://www.sonbaski.com>.
- Şahin, Hüseyin. **Türkiye Ekonomisi**, Ezgi Kitapevi, Bursa, 2002
- TCMB, "Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri", Ankara, Haziran 2002
- TCMB, "Ödemeler Dengesi İstatistikleri Tanım ve İlkeleri ile Türkiye Uygulaması".
www.tcmb.gov.tr
- TCMB, Ekonomik Görünüm, Ekim 2005
- TCMB, Ödemeler Dengesi Raporu 2005-IV

- TCMB, Para Politikası Raporu 2001
- TCMB, Reel Efektif Döviz Kuru Hesaplaması, ftp://tcmb.gov.tr
- TCMB, Yıllık Rapor 2003
- TCMB, Yıllık Rapor 2004
- TCMB, Yıllık Rapor, 2005.
- The World Bank, Global Development Finance Mobilizing Finance and Managing Vulnerability, Washington, DC 20433, 2005
- Tobin, James. "A Currency Transactions Tax. Why and How", **The Globalization of Markets**, Ed. Jerome L. Stein, Physica-Verlag, Heidelberg, 1997.
- Tonak, E. Ahmet. "Çok Taraflı Yatırım Anlaşmasının Bağlamı: Küreselleşme ve Yabancı Sermaye", **Küreselleşme**, der: E. Ahmet Tonak, İmge Kitapevi Yayınları, Ankara, 2000.
- Töre, Nahit. "Dünyada Yabancı Sermaye Yatırımları", TCMB, İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü www.tcmb.gov.tr
- United Nation, World Economic and Social Survey, New York, 2005. www.un.org
- Uygur, Ercan. "Türkiye'nin Yürürlüğe Koyduğu İstikrar Programlarının Başarısında Yabancı Sermaye Girişlerinin Yeri ve Önemi", TCMB www.tcmb.gov.tr
- Uzunoglu, Sadi, Kerem Alkın ve Can Fuat Gürlesel, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları, No. 6, İstanbul, 1995
- Ünlü, Kemal. "Banka Birleşmeleri", Yayınlanmamış Lisans Bitirme Tezi, Bursa, Uludağ Üniversitesi, 2003
- Ünsal, Erdal M., **Makro İktisat**, Turhan Kitapevi, Ankara, 2003
- Walther, Ted. **Dünya Ekonomisi**, Çev. Ünal Çağlar, Alfa Yayınevi, İstanbul, 2002
- White, William R., "Recent Initiatives to Improve the Regulation and Supervision of Private Capital Flows", BIS Working Papers, No.92, October 2000
- Williamson, John ve Molly Mahar, **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme**, Çev. Güven Delice, Libete Yayınları, Ankara, 2002
- Yeldan, Erinç, Ekonomik Kriz Üzerine, **Cumhuriyet**, 24 Mayıs 2006
- Yeldan, Erinç. "Cari Açığa IMF Yaklaşımı", **Cumhuriyet**, 21 Aralık 2005
- Yeldan, Erinç. **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İletişim Yayınları, İstanbul, 2002

- Yentürk, Nurhan. **Körlerin Yürüyüşü**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2005
- Yılmaz, Celali, “Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması: Tobin Vergisi”, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Geleneksel Finans Sempozyumu 2004
http://bsy.marmara.edu.tr/TR/sempozyum_bildirileri/sempindex.html
- Yurt, Emel. **Dışa Açık Ekonomilerde Para Politikaları**, Filiz Kitapevi, İstanbul, 2005
- Yükseler, Zafer. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İş/Yatırım Ortamı İlişkisi, TCMB, 26 Aralık 2005. www.tcmb.gov.tr

