

TÜRKİYE'DE KISA VADELİ YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ VE
EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ

Erhan GÖKSU

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Yard. Doç. Dr. Muharrem AFŞAR

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Haziran 2005

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZÜ

TÜRKİYE’DE KISA VADELİ YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ VE
EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ

Erhan GÖKSU

İktisat Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Haziran 2005

Danışman: Yard. Doç. Dr. Muharrem AFŞAR

Piyasaların küresel anlamda etkinliği ve bütünleşmesi yirminci yüzyılın en önemli ekonomik gelişmelerinden birisidir. Teknolojideki hızlı ilerlemeler, globalleşmeyi sağlarken, finansal piyasa işlemlerinde etkinliği artırmış ve işlem maliyetlerini azaltmıştır.

Ülkeler günümüzde, yerel piyasalarının global piyasanın bir parçası olduğunun bilincinde hareket etmektedir. Bu bilinçle, uluslararası serbest ticaretten sonra sermaye hareketleri önem kazanmıştır.

Ülkemizde özellikle 1980 sonrası sıcak para diye nitelendirilen kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin ekonomi üzerinde etkileri önem kazanmıştır . bu çalışmada kısa vadeli yabancı sermayenin ülkemizde büyüme üzerine etkileri garanger nedensellik testi ile incelenmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketleri ile büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuş ve bununla ilgili olarak izlenmesi gereken politika üzerine yorumda bulunulmuştur.

ABSTRACTTHE EFFECTS OF SHORT TERM FOREIGN CAPITAL MOVEMENTS
TO TURKISH GROWTH

Erhan GÖKSU

The Main Science Branch of Economy

The Social Sciences Institute of Anadolu University, June 2005

Counselor : The Assistant Professor Doctor Muharrem AFŞAR

One of the most important economic developments in the Twentieth Century is markets effect in globally and to become a united whole. The rapid improvements in technology, not only supplies globalism, but also increased the effect in financial market processes and decreased the process costs.

Recently, The States behaves in the conscious of the local markets belong to the global markets. Accompanying with this consciousness, after the international free trading, capital movements got the importance, second.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Erhan GÖKSU' nun Türkiye'de Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri başlıklı tezi 06 Temmuz 2005 tarihinde , aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İktisat Anabilim dalında Yüksek Lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

	<u>Adı Soyadı</u>	<u>İmza</u>
Üye (Tez Danışmanı)	: Yard.Doç.Dr. Muharrem AFŞAR	
Üye	: Doç. Dr. Erol KUTLU	
Üye	: Yard. Doç. Dr. Figen BALTA	

Prof.Dr. Nurhan AYDIN
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖZ	ii
ABSTRACT	iii
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI	iv
ÖZGEÇMİŞ	v
TABLO LİSTESİ	ix
KISALTMALAR	x
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME VE FİNANSAL PİYASALAR

1. . Finansal Küreselleşme ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	3
1.1. Küreselleşme.....	3
1.2. Finansal Küreselleşme	3
1.3. Finansal Liberalleşme.....	5
1.4. Finansal Yenileşme.....	5
1.4.1. Finansal Araçlarda Yenileşme	6
1.4.2. Finansal Aracılıkta Yenileşme	6
2. Finansal Küreselleşme ve Sermaye Akımları.....	7
2.1. Finansal Küreselleşmenin Sermaye Akımlarına Etkisi	9
2.2. Yabancı Sermaye Yatırımları Tanımları.....	9
2.2.1- Doğrudan Yatırımlar.....	10
2.2.2- Portföy Yatırımları	12
2.3. Dünyada Yabancı Sermayenin Gelişimi.....	13
2.3.1. Gelişmiş Piyasalar.....	18
2.3.2. Bölgesel Piyasalar.....	19
2.3.3. Uluslararası Finansal Piyasalar.....	20
2.3.4. Yeni ve Hızla Gelişmekte Olan Piyasalar.....	21
2.4. Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler.....	22

2.4.1. Makro Ekonomik Etkiler.....	22
2.4.1.1. Ödemeler Dengesi.....	23
2.4.1.2. Enflasyon, Kambiyo Kurları ve Faiz Oranları.....	24
2.4.1.3. Ekonomik Büyüme.....	25
2.4.2. Mikro Ekonomik Faktörler.....	25
2.4.3. Sosyal Etkenler.....	26
2.5. Çift Yönlü Sermaye Akımlarının Ülke Ekonomilerine Etkileri.....	27
2.5.1. Reel Ekonomi Üzerine Etkileri.....	27
2.5.2. Sermaye Piyasası Üzerine Etkileri.....	29

İKİNCİ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

1. Gelişmekte Olan Piyasalar	31
1.1. Gelişmekte Olan Piyasalarda Sermaye Yatırımları.....	32
1.2. Uluslararası Fon Hareketleri ve Gelişmekte Olan Ülkeler.....	36
1.3. Gelişen Sermaye Piyasalarında Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler.....	36
1.3.1. Siyasi İstikrar.....	37
1.3.2. Hukuki Düzenlemeler.....	37
1.3.3. Ekonomi Politikalarında Serbestleşme.....	38
1.3.3.1. Uluslararası Piyasalara Entegrasyon.....	39
1.3.3.2. Kambiyo ve Sermaye Kısıtlamalarının Kaldırılması.....	39
1.3.3.3. Finansal Piyasalardaki Serbestleşme.....	40
1.3.3.4. Özelleştirme Çalışmaları.....	40
1.4. Makro Ekonomik Dengelerde İstikrar Hedefleri.....	41
1.5. Gelişmekte Olan Ülkelerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri.....	42
1.5.1. Gelişmekte Olan Piyasalarda Fon Akışı.....	46
1.6. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Etkileri: Küresel Mali Krizler.....	46
1.6.1. Meksika Krizi ve Spekülasyon.....	48
1.6.2. Güneydoğu Asya Krizinde Spekülasyon ve Sonuçları.....	48
1.6.3. Rusya Krizi ve Spekülasyon.....	49
1.6.4. Brezilya Krizi ve Spekülasyon.....	50

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE
EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ

1. Türk Sermaye Piyasasında Yabancı Sermaye.....	51
1.1. Türkiye’de Finansal Piyasalarının Gelişimi.....	51
1.1.1. Sermaye Piyasası ve Fonksiyonları.....	52
1.2. Küreselleşme Sürecinde Türkiye.....	53
1.3. Türk Ekonomisinde Sermaye Hareketleri ile İlgili Gelişmeler.....	54
1.4. Sermaye Hareketleri ile İlgili Hukuki Sınırlamalar.....	55
1.4.1. Türk Parasının Kıymetini Korumaya Yönelik 32 Sayılı Karar	55
1.4.2. Yabancı sermayeyi Teşvik Kanunu.....	56
1.4.3. Sermaye Piyasası Kanunu ve Tebliğleri.....	57
1.4.4. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Genelge ve Tebliğleri.....	57
1.5. Türkiye’de Yabancı Sermayeyi Teşvik Eden Gelişmeler.....	58
1.5.1. Finansal Liberalizasyon.....	59
1.5.2. Özelleştirme Hareketleri.....	60
1.5.3. Vergi Politikaları.....	60
2. Sermaye Hareketleri	61
2.1. Sermaye Hareketleri Dengesi ve Uluslararası Rezervler.....	61
2.2. Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etkileri.....	63
3. Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etkileri.....	66
3.1. Türkiye’de 22 Kasım 2000-21 Şubat 2001 Krizleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	66
3.2. Granger Nedensellik Testi (Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri -GSYİH) ..	68
3.3. Türkiye’de KVSH ile GSYİH arasındaki Granger Nedenselliği.....	70
 SONUÇ.....	 72
EKLER.....	75
KAYNAKÇA.....	76

TABLO LİSTESİ**Sayfa**

Tablo 1. Gelişmekte Olan Ülkelerin Ödemeler Dengesi: 1993-2003.....	33
Tablo 2. Gelişmekte Olan Ülkelere Net Sermaye Girişinin Türüne Göre Dağılımı.....	34
Tablo 3. Sermaye Hareketlerinin Etkileri	64
Tablo 4. Finansal arbitraj geliri ile dış borç stoku ve kısa vadeli dış borç stokunun merkez bankası brüt döviz rezervlerine oranı	67

KISALTMALAR

a.g.e.	: Adı Geçen Eser
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AGÜ	: Az Gelişmiş Ülkeler
DİE	: Devlet İstatistik Enstitüsü
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
ERM	: Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsler
KVSH	: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
MB	: Merkez Bankası
MGK	: Milli Güvenlik Kurulu
NAFTA	: Kuzey Atlantik Paktı
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SSCB	: Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
UNCTAD	: Birleşmiş Milletler Ticaret Ve Kalkınma Konseyi
WTO	: Dünya Ticaret Örgütü

GİRİŞ

Piyasaların küresel anlamda etkinliği ve bütünleşmesi yirminci yüzyılın en önemli ekonomik gelişmelerinden birisidir. Teknolojideki hızlı ilerlemeler, globalleşmeyi sağlarken, finansal piyasa işlemlerinde etkinliği artırmış ve işlem maliyetlerini azaltmıştır.

Ülkeler günümüzde, yerel piyasalarının global piyasanın bir parçası olduğunun bilincinde hareket etmektedir. Bu bilinçle, uluslararası serbest ticaretten sonra sermaye hareketleri önem kazanmıştır.

Uluslararası finansal fonların akışında 1945 sonrası dünyada oluşan ekonomik konjonktür etkili olmuştur. İkinci Dünya Savaşı sonrasında uluslararası ekonomik bütünleşme, serbest ticaret politikaları üzerine yoğunlaşmıştır. Serbest ticaret sisteminin gerçekleşmesi özellikle Bretton Woods ve Tarifeler ve Ticaret Genel Anlaşması ile şekillenmesini sürdürmüştür. 1960'lı yılların başında ABD Doları ve İngiliz Sterlininin diğer para birimleri karşısında hızla değer kazanmaları ve ABD ve İngiltere'nin dış ticaret açıklarının büyümesi, uluslararası ödemeler sisteminde de dengesizlikler yaratmıştır. Bu dönemde, sabit parite sisteminin yetersiz kalmasıyla birlikte birbirini takip eden parasal krizler yaşanmıştır. 1972'de İngiltere, 1973'de ABD, paralarını tamamen serbest dalgalanmaya bırakmışlardır. Ancak bazı ülkelerin kur politikalarında, kambiyo rejiminde ve ülkeye sermaye giriş çıkışında uyguladıkları kısıtlamalar, finansal sistemin işleyişinde aksaklıklar yaratmıştır.

1980 öncesi dönemde, uluslararası sermaye hareketleri, genel olarak banka kredileri, hükümetler arası krediler ve özellikle doğrudan yatırımlar şeklinde gerçekleşmiştir. 1980'li yıllarda ise uluslararası sermayenin serbest dolaşımını sağlayan koşullarla birlikte sadece getiri amaçlı sayılabilecek portföy yatırımları ağırlık kazanmaya başlamıştır. Bu yıllarda uluslararası yatırımcılar ABD, Japonya, İngiltere, Almanya, Fransa, İsviçre gibi geleneksel gelişmiş piyasalarda yoğunluk kazanmıştır. 1990 yılına doğru yeni kazanç fırsatlarını geliştirmekte olan ülkelerde gören uluslararası yatırımcılar sermaye hareketlerini geliştirmekte olan piyasalara doğru yönlendirmişlerdir. Geliştirmekte olan piyasalar portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen global sermaye hareketlerinde önemli paya sahiptir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin hızlanmasında ve toplam portföy yatırımlarının gelişmesinde en önemli faktörlerden birisi portföy yaklaşımının uluslararası kapsamda geçerli olmasıdır. Birçok gelişmekte olan ülke piyasasının çok riskli olmasına rağmen yatırım tercihlerinde yer almaları uluslararası yatırımlarda beklenen getiri- risk yaklaşımı ile değerlendirildiğini göstermektedir. Portföyün firmalar, sektörler ve finansal araçlara göre çeşitlendirilmesinin ötesinde uluslararası boyutta gerçekleştirilmesi ile daha verimli portföyler elde edilebilmektedir. Bugün, birçok gelişmiş piyasanın uzman yatırımcıları portföylerinde gelişmekte olan ülkelere özel paylar ayırmakta ve fonlar oluşturmaktadır.

Gelişmekte olan bir piyasa konumunda olan Türkiye’de, global piyasa etkinleşmesi sürecinde yerini almaktadır. Dünya geneline paralel olarak, yabancıların Türkiye’de doğrudan yatırım ve portföy yatırımı yapabilme imkanları 1980 sonrasında ekonomik liberalizasyon programı dahilinde kolaylaştırılmış ve yabancı sermayeyi teşvik edici düzenlemeler getirilmiştir.

Türkiye’de Kısa Vadeli Yabancı Sermaye hareketleri ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri konulu çalışmamız, üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci Bölümde, küreselleşme ve finansal piyasalarla birlikte yabancı sermaye tanımları ve dünyada yabancı sermayenin gelişimi genel olarak anlatılmaktadır.

İkinci bölümde, gelişmekte olan piyasalar ve kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile küresel mali krizlere değinilmiştir.

Üçüncü ve son bölümde ise, Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme üzerine etkileri ana başlığı altında; Türk sermaye piyasasında yabancı sermayenin gelişimi, sermaye hareketleri ile Türkiye’de kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin büyüme üzerine etkileri Granger Nedensellik Testi kapsamında ele alınarak sonuçları irdelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME VE FİNANSAL PİYASALAR

1. Finansal Küreselleşme ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

1.1. Küreselleşme

Küreselleşme, ulaşım, haberleşme ve bilgi işlem teknolojisindeki gelişmeler sonucunda, toplumsal ve kültürel düzenlemeler üzerinde, mekansal uzaklıklardan kaynaklanan farklılıkların ortadan kalktığı, toplumsal bir süreçtir. Günümüz için önemli olan ise insanların bu kısıtlamaların kalkmakta oluşunun bilincinde olmalarıdır.

Küreselleşme ideolojik olarak kuşku ile bakılan bir kavramdır. Tıpkı modernizasyon gibi Avrupa kültürünün ve batının 16.-19. yüzyıl arasında yaşamış olduğu toplumsal dönüşümün tüm dünyaya dayatılmasında kullanılan bir araç gibi görülmektedir. Gerçekten de küreselleşmenin kapitalist gelişme süreci ile sıkı bir bağı vardır.¹

Küreselleşme, ekonomik ölçeği büyütmekte, benzer tüketiciler oluşturmakta, araştırma ve geliştirme birimlerinin çoğalması ile ürün çeşitliliğini artırmakta, teknoloji transferlerini hızlandırmakta, küresel rekabet sonucu fiyatları dengelemekte iken, gelişmekte olan ülkelerin korumaya çalıştığı milli para, milli kültür, milli dil ve milli kaynakların korunmasını adeta imkansız kılmakta ve işletmelerin tanıtım amaçlı harcamalarını, dışsal giderlerini artırmakta, çok para, fazla zaman ve yoğun emek gerektirmektedir.²

1.2. Finansal Küreselleşme

Finansın uluslararasılaşması (küreselleşmesi) uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, fon arzının ve talebinin ve malî piyasa katılımcılarının coğrafi sınırlamalara maruz kalmadan daha uygun mekanlarda işlem yapmasıdır. [Finansal

¹ Rana Eşkinat, **Küreselleşme ve Türkiye Ekonomisine Etkisi**, (Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, 1998) s. 7.

² Vedat Akman, **Gelecek Yüzyılın Gündemi**, (Birinci Basım, İstanbul: Rota yayınları, 1999) s. 115.

küreselleşmenin en temel gereği olan] Malî Entegrasyon ise değişik ülke malî piyasalarındaki getiri oranları/fon maliyetleri arasındaki farkın ortadan kalkmasıdır.³

Finansın küreselleşmesi 1970'lerin ikinci yarısında başlayan Liberalizasyon hareketiyle büyük bir ivme kazanmıştır. Nitelik olarak borç ve kredi akışkanlığından çok menkul kıymet, döviz işlemleri vs. spekülatif hareketli niteliğe bürünen küresel sermaye 1980'lerde finansal yeniliklerin artması ve yeni teknolojilerin giderek fon transferinde maliyetleri düşürüp hızını akıl almayacak boyutlara ulaştırmasıyla günümüz küresel finans sisteminin oluşmasına katkıda bulunmuştur.

Finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu bir yandan uluslararası sermaye akımlarının mal akımlarından kopmasına ve ödemeler bilançosu finansmanı dışında arbitraj kazancı kovalayan sermaye büyüklüklerinin oluşmasına yol açarken, bir yandan da, kendi dolaşım mantığı açısından, bu sermaye büyüklüğünün artan ölçüde gelişmekte olan ülkelerde oluşan yeni finans piyasalarına (emerging markets) yönelmesine neden olmuştur.⁴

Sermayenin 1980 sonrasındaki bu farklı akışkanlığı finansal gelişmeler (teknolojik gelişmeler ve finansal yenilikler) süreciyle hızlanmıştır. Finansal gelişmeler kavramı, finansal yenilikler, yani yeni finansal araçların icadı, para ve sermaye piyasalarındaki yeni menkul kıymet ihraçlarının yanı sıra piyasa yapışı ve kurumlardaki gelişmeleri de içine almaktadır. Bu gelişmeler ulusal ve uluslararası sistemlerin içiçe geçmesine, yani bir küreselleşmeye yol açmaktadır. Ulusal ve uluslararası finansal sistemleri şekillendiren ve birbiriyle ilişkili olan üç temel unsur vardır. Bunlardan birincisi bilgisayar teknolojisi ve iletişimdeki hızlı gelişmelerdir. Teknolojik gelişmeler maliyetleri azaltmakta ve finansal hizmetlerin ve ürünlerin kapsamını genişletmektedir. Ayrıca, söz konusu teknolojik gelişmeler işlemleri ve menkul kıymetlerin uluslararası transferini de hızlandırmıştır. Bu bağlamdaki en önemli teknolojik gelişme bilgisayar teknolojisindeki gelişme ve Internet'tir. Internet, merkez bankalarının şeffaflığını

³ Nadir Eroğlu, **Finansal Küreselleşme: Devletin Düzenleyici Rolü Üzerine Etkileri; Küreselleşme: İktisadî Yönelimler Sosyo-politik Karşıtlıklar** (Der.: Alkan Soyak), İstanbul, Om Yayınevi, 2002, s.18.

⁴ Mehmet Günel, **Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları**, İstanbul, İMKB Yayınları, 2001, s.46-49.

sağlayarak kamuoyuyla ilişkilerini geliştirmelerine katkıda bulunmakta ve bilgilerin kamuoyuna kısa sürede sunulmasını sağlamakta, dolayısıyla da araştırmacılara katkıda bulunmaktadır.⁵

1.2.1.Finansal Liberalleşme

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.

1980'lerden bu yana, küreselleşme süreci, bölgesel pazarların birbirleriyle olan bağlarını güçlendirmek ve uluslararası sisteme entegre olmak için önemli adımlar attıklarına tanık olmuştur. Bu nedenle, bütün belli başlı sanayileşmiş ülkeler kendi finansal piyasalarını liberalleştirmek için gerekli ekonomi politikalarını uygulamaya başlamışlardır. Bu süreçte pek çok gelişmekte olan ülke de sanayileşmiş ülkeleri takip etmiştir.⁶

1.2.2.Finansal Yenileşme

Mali piyasalarda yaşanan liberalizasyon hareketleri ve sonuçta piyasaların ulusal ve uluslararası düzeyde daha fazla piyasa katılımcısına kucak açması, bu piyasalardaki rekabeti artırmış ve böyle bir ortamda mali kurumlar gerek tasarruf sahiplerinin gerekse yatırımcıların beklentilerini en üst düzeyde karşılayabilmek için birçok yeni mali araç dizayn etmiştir. Liberalizasyon hareketlerinin yaşanmakta olduğu böyle bir dönemde, bilişim teknolojilerinde de olağanüstü gelişmelerin yaşanması, gerek mali araç dizaynı ve gerekse bu mali araçların pazarlanmasına oldukça iyi bir altyapı oluşturmuştur.⁷

⁵ Jacques Adda, **Ekonominin Küreselleşmesi**, İstanbul, İletişim Yayınevi, 2002, s.10.

⁶ TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Üzerindeki Etkileri**, (İlk Basım, Ankara: Banknot Matbaası Genel Müdürlüğü), Haziran 2002, s.2.

⁷ Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, (Ankara: İMKB Yayınları , 2002) s. 55-56.

1.2.1.1.Finansal Araçlarda Yenileşme

Günümüzde sermaye piyasaları fon talep edenler ve yatırımcılara hem borçlanma hem de hisse senedi şeklinde çok geniş bir yelpazede hizmetler sunmaktadır. Bu gelişme fon talep edenlere hem ulusal hem de uluslararası düzeyde daha ucuz ve geniş hacimli piyasalara ulaşma imkanı vermekte ve borçlanma maliyetlerini düşürmektedir.⁸

Yeni mali araçların çok kolay bir şekilde piyasa katılımcıları tarafından kabul görmesi, bu araçların, hem ihraç eden hem de satın alan açısından risk yönetimi gibi çok önemli bir konuya hitap etmesi, ikinci el piyasaların bulunması ve likiditenin çok yüksek olması ile işlem maliyetlerinin çok düşük olmasından kaynaklanmıştır.⁹

1.2.1.2.Finansal Aracılıkta Yenileşme

Finansal piyasalarda bir diğer gelişme ise finansal aracılık faaliyetlerinde yaşanmaktadır. Bilindiği gibi, finansal aracılık finansal kurumların fon arz edenler ile fon talep edenleri bir araya getirmeleri ve fon transferini sağlamaları olarak tanımlanmaktadır. Bu anlamda bankalar, topladıkları mevduatları kredi şeklinde fon talep edenlere aktardıkları için, finansal aracılardan ilk örneklerini oluştururlar. Bununla birlikte yaşanan gelişmeler, finansal piyasalarda aracılık yapan kurumların hem sayısını hem de çeşidini artırmıştır. Geçen yıllar sonunda artık bankacılık, menkul kıymetler sektörü ve sigortacılığı birbirinden ayıran sınırlamaların birçoğu ortadan kalkmıştır.

Bu gelişmeler sonucunda yukarıda belirtilen üç sektörden birinde faaliyet gösteren finansal kurumlar diğer sektörlerde de faaliyet göstermeye başlamışlardır. Aynı zamanda finansal olmayan kurumlar da finansal sektöre girmişler ve bilinen anlamda klasik araçlar ile rekabet etmeye başlamışlardır.¹⁰

⁸ Muharrem Afşar, **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**, (Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları: No: 1558, 2004) s. 58-59.

⁹ Alp, **a.g.e.**, s. 56.

¹⁰ Afşar, **a.g.e.**, s. 60.

2.Finansal Küreselleşme ve Sermaye Akımları

Yabancı sermaye, bir ülkenin karşılığını değişik biçimlerde ileride ödemek üzere, başka ülkelerden kısa sürede ekonomik gücüne ekleyebileceği, mali veya teknolojik kaynaklardır.¹¹ Yabancı sermaye akımını doğuran nedene baktığımızda , gelişmiş ülkelerde sermaye, sanayileşme ilerledikçe bollaşmaktadır ve artan sermayenin kira bedeli olan faiz haddi buna paralel olarak düşmektedir. Böylece sermayesi bol olan ülkelerde sermaye yatırmakla elde edilen net hasıla yada kar, yatırım stokları arttıkça azalan bir seyir göstermektedir. Buna karşılık sermayenin nispeten kıt olduğu ülkelerde, yatırım sistemi oldukça yüksek bir net kar getirmektedir. Bu ülkelerde sermaye kıt olduğu için ona ödenen faiz de yüksektir. Böylece gelişme seviyesi farklı olan ülkeler arasında sermayenin net verimi, karlılığı bakımından bir farklılaşma ortaya çıkmaktadır. Bunun sonucu olarak da sermayenin net karlılığının azalmaya başladığı gelişmiş ülkelerden sermayenin yüksek kar getirdiği ülkelere doğru bir sermaye akımı doğar.¹² Finansal ve teknolojik kaynaklar bir ülkeden diğerine ya borç verme, yada yatırım veya yatırım ve üretime katılma biçiminde oluşur. Bu yatırım karşılığında yatırım yapan ülkenin, yatırım yaptığı ülke üzerinde mülkiyet hakkı doğar ve karşılığında rant veya kar elde eder.¹³

Yabancı sermayenin ülke ekonomisine çekilmesindeki amaç ekonomik kalkınmayı sağlamak üzere gerek duyulacak sermayenin bir kısmının dış kaynaklardan temin edilebilmesidir. Bu bakımdan yabancı sermaye “ekonomiye kısa vadede rahatlık getirecek” bir araç niteliğindedir. Devletlerin resmi kuruluşlar aracılığıyla birbirlerine sağladıkları yardımlar da kalkınma amaçlı sermaye akımları olarak değerlendirilir. Fon talep edenlerle fon arz edenlerin ülkelerarası para ve sermaye piyasalarında yaptıkları işlemler uluslararası özel sermaye akımlarıdır.¹⁴ Yabancı Yatırım ise, bir üretim biriminin yerleşim ve mensubiyet ilişkisi olmadığı bir başka ülkede, reel sermaye mallarına harcama yapmasını ifade eder. Bu harcama ister kendi ülkesindeki parasal sermaye ile yapılsın, isterse yatırımın yapıldığı ülke kaynaklarından kredilendirme usulüyle yapılsın fark etmez. Reel sermaye mallarına yatırımı karlılık ve etkinlik uyarır.

¹¹ T.Güngör URAS, **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, (İstanbul : İktisadi Yayınlar Ltd.,1979). s. 27.

¹² Kenan BULUTOĞLU,**Türkiye’de Yabancı Sermaye**, (İstanbul : Gerçek Yayınevi, 1970). s. 23.

¹³ Uras, **a.g.e.**, s. 27.

¹⁴ Halil SEYİDOĞLU, **Uluslar arası İktisat, Teori Politika ve Uygulama**, (İstanbul : Güzem Yayınları, 2001). s. 231- 233.

Karlılık bir ülkede yapılan yatırımın maliyetiyle o yatırımdan beklenen gelirin bugünkü değerinin karşılaştırılmasıyla bulunur. Etkinlik ise karın yatırım yapmaya yeterli olması konusundaki tatmindir. Yani yeterli kar düzeyi ancak yatırım kararı almayı mümkün kılabilir. Çokuluslu şirketlerin yabancı sermaye yatırımlarında bazen kar değil ama nüfuz alanı elde etmek amaçlanabilir. Böylece meseleye sadece karlılık ve etkinlik noktasından yaklaşmak doğru değildir.

Reel sermaye mallarına harcama yapmakla portföy yatırımlarını da ayırmakta yarar vardır. Yabancı ülkelerde faiz farklılıklarından yararlanarak tahvil veya bono almak yahut reel sermayeyi temsil eden hisse senedine yatırım yapmak plasman veya portföy yatırımı kategorisindedir. Ancak yabancı yatırımcının nominal sermaye transferiyle, yabancı ülkede reel sermaye mallarına yatırım yapması böyle değildir. Çünkü nominal kaynağın transfer edilmesinin amacı, reel sermaye mallarına harcama yapmaktır. Çok uluslu şirketler reel sermaye mallarına yabancı ülkede harcayacakları kaynakları, gittikleri ülke finans sisteminde bulmaya gayret ederler. İthal edecekleri ileri teknolojiyi ise buldukları yerden ve yine gittikleri ülke kaynaklarından sağlamaya çalışırlar. Bu firmalar sermayenin getiri farklılıklarından çok, kendi firmalarına sağlanan avantajlarla ve bu avantajların yerli firmalardan farklı olup olmadığına yani, yabancı piyasalarda ucuz girdi temin edip edemeyeceklerine, karlarını kolayca transfer edip edemeyeceklerine bakarlar ve yatırıma öyle karar verirler. Çünkü başlangıçta yerli firmalara karşı bazı dezavantajları vardır. Haberleşme, ulaştırma, dil ve kültür farklılıkları, ülkenin iş ortamına yabancılık, vergi kanunları ve diğer düzenlemeler, döviz kuru riski, istimlak ve millileştirme riski bunlardandır. Bunun yanında dışarıdan yönetici temin etmek için yüksek maliyetlere katlanmak da bir dezavantajdır. Bu dezavantajları tazmin edecek ülke yoksa çokuluslu şirketlerde piyasalara açılmazlar.¹⁵

Tasarruf sahiplerinin uluslararası para piyasalarında ellerinde bulundurdukları fonları mevduat olarak bankalara yatırmaları ve bankaların bu kaynakları kredi olarak plase etmesi uluslararası para piyasası işlemlerini oluşturur. Fon talep eden işletme ve kuruluşların ihraç ettikleri tahvil ve hisse senetlerini uluslararası sermaye piyasalarında tasarruf sahiplerine satmaları sermaye piyasası işlemlerini oluşturur.

¹⁵ Emin ERTÜRK, **Uluslararası İktisat** (İkinci Basım, İstanbul : Alfa Yayınları, 2001). s. 84 – 85.

2.1. Finansal Küreselleşmenin Sermaye Akımlarına Etkisi

Ekonomik küreselleşme, ülkeler arasında mal, sermaye ve emek akışkanlığının artması sonucu ekonomik ilişkilerin yoğunlaşması ve ülkelerin birbirine yaklaşması demektir. Bir başka tanım ise, ülke ekonomilerinin dünya ekonomisiyle entegrasyonu olarak yapılabilir.

Bu süreçte telekomünikasyon ve ulaşım teknolojisindeki gelişmeler lokomotif işlevi görmektedir. Ulusal ekonomilerin birbirine yaklaşması ile sermaye, işgücü, teknoloji ve bilgi sınır tanımaz hale gelmiştir.

Ekonomik küreselleşme iki boyutlu bir süreçtir. İlk boyut üretimin küreselleşmesi ikincisi ise, finansın küreselleşmesidir. Üretimin küreselleşmesi sermayenin üretim alanı olarak dünyayı bir bütün olarak değerlendirmesi, globalleşmiş üretim sisteminin parçalarını maliyet avantajı açısından, iktisadi açıdan optimum bölgelerde gerçekleştirmesidir.

Küreselleşmenin ikinci boyutunu finansın küreselleşmesi oluşturmaktadır. Aslında küreselleşmenin esas itici gücünün de finansal küreselleşme olduğu ifade edilmektedir. Burada esas olan sermaye dolaşımının serbestleşmesi, hacminin artması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının devreye girmesidir. Bu doğrultuda son yıllarda finansal piyasalar ufuklarını daha önceleri görülmemiş derecede genişletmişlerdir.¹⁶

2.2. Yabancı Sermaye Yatırımları Tanımları

Ulusal sınırları aşarak ülkeye giren yada ülkeden çıkan sermaye, ticari amaçla uluslar arası özel sermaye akımı ile kalkınma yardımı niteliğindeki uluslar arası resmi sermaye akımlarından oluşur. Resmi sermaye, genellikle uzun vadeli dir. Özel sermaye akımları ise kısa veya uzun vadeli olabilir. Örneğin ihracatçı kredileri, yabancı ülkelerde açtırılan banka mevduat hesapları, mevduat sertifikası alım satımları kısa vadeli dir. Bir ülkeye yabancı mali sermaye girişi o ülkede döviz arzının artması demektir. Dolayısıyla ulusal paranın değerini yükseltici etki yapar. Tersine sermaye çıkışı, ulusal paranın değerini düşürücü etkide bulunur. Ödemeler bilançosu açısından tüm sermaye girişleri

¹⁶ Afşar, a.g.e., s. 61-62-63.

dış açıkları giderici (fazlalıkları artırıcı), tüm sermaye çıkışları da bu dış açık doğurucu veya açıkları artırıcı etkide bulunur.

Ülkelerin kısa ve uzun vadeli yatırımlara karşı yaklaşımları birbirinden çok farklı olmaktadır. Doğrudan yatırımlar şeklindeki uzun vadeli yabancı yatırımların, ülkelerin ekonomileri üzerinde olumlu etkiler yapmış olmasının bir sonucu olarak, hükümetler tarafından yurtiçi sermaye ile eşit koşullar sunularak teşvik edilirken, kısa vadeli sermaye girişlerinin (sıcak para- hot money), ilgili ülkelerin mali piyasaları, hatta genel ekonomik dengeleri üzerinde, özellikle kısa vadelerde, yapabileceği olumsuz etkiler göz önünde bulundurulduğunda ise kısa vadeli sermaye hareketlerine sınırlama getirilmesi gündeme gelmektedir.¹⁷

2.2.1. Doğrudan Yatırımlar

Doğrudan yabancı yatırım, firmaların merkezlerinin bulunduğu yer dışındaki ülkelere bir firmayı satın alma, yeni kurulacak bir firma için kuruluş sermayesi sağlama yada mevcut bir firmanın sermayesini artırarak kendine bağlı duruma getirmesi yoluyla yaptıkları yatırımlardır.¹⁸ Doğrudan yatırımlar genellikle belli bir merkezden yönetilen ve dünyanın çeşitli ülkelerinde faaliyette bulunan çokuluslu şirketler tarafından yapılmaktadır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için refahın ve kalkınmanın anahtarlarından biri olarak görülmektedir. Ülkeler, gün geçtikçe ekonomilerine katkılarını daha iyi anladıkları doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmek için daha çok uğraş vermektedirler. Geçmişte doğrudan yabancı sermaye yatırımları, sermaye açığını kapatmak, üretimi artırmak, işsizliğe çözüm getirmek, üretim maliyetlerini düşürmek, ucuz hammadde kullanmak ve döviz rezervlerini genişletmek nedenleriyle cazipti. Günümüzde ise bu faktörlere ilave olarak yeni beklentiler ortaya çıkmıştır. Bunlar, ülke içinde sağlıklı bir rekabet ortamı yaratmak, yeni teknolojiler elde etmek, know-how geliştirmek, gelişmiş ve sermaye ihraç eden ülkelerin politik ve ekonomik desteğini sağlamak, promosyon, dışa açılmak, çevreyi korumak ve insan kaynaklarının geliştirilmesidir.¹⁹ Bir ülkeye doğrudan sermaye girişleri genellikle döviz transferi şeklinde olur. Portföy yatırımlarından farklı olarak

¹⁷ Alp, a.g.e., s. 5.

¹⁸ Seyidoğlu, a.g.e., s. 568.

¹⁹ Serpil Altınırnak Gökbel, <http://www.eso.es.net.kurumsal/yazi.asp?77> s.1-2.

doğrudan yatırımlar, ülkeler arasında sermaye transferinin bir piyasa işlemi olmadan bir ülkeden diğerine aktarılması şeklinde olmaktadır.²⁰ Yatırım yapılan ülkeye döviz girişi olmadan da doğrudan yabancı sermaye yatırımları gerçekleşebilmektedir. Yabancı sermaye sahiplerinin yatırımdan elde edilen karlarını yeniden yatırılmak üzere sermayeye eklemesi doğrudan yatırımlar kapsamında değerlendirilir. Doğrudan yabancı sermaye ülkeye üretimde kullanılacak makine, teçhizat, yedek parça ve diğer ilgili malzeme şeklinde teknolojik altyapıyı oluşturmak üzere girmektedir. Ayrıca, yabancı sermaye ülkeye lisans, know-how, işletmecilik ve yönetim bilgisi gibi gayri maddi haklar ve hizmetler şeklinde de girebilir. Yabancı sermaye, aynı yatırım içerisinde ülkeye kısmen döviz, makine donanımı, kısmen de lisans, know-how ve teknik bilgi şeklinde girebilir.

Portföy yatırımları gibi uluslararası sermaye akımı niteliğinde olmakla birlikte doğrudan yatırımları portföy yatırımlarından ayıran dört önemli özellik vardır.²¹

(1) Doğrudan yatırımlarda yatırım ve üretim süreci tamamen yatırım yapan şirket tarafından kontrol edilir. Denetimi daha etkin şekilde gerçekleştirebilmek için çoğu kez üst yönetim kadrolarını yatırım yapan şirket seçer. Oysa uluslararası portföy yatırımlarında bir şirkete ait hisse senedi yada tahvillerin satın alınması yatırımcıya şirketin yönetimine doğrudan katılma hakkı vermez. Yatırımın hisse senetlerine yapılması durumunda genel kurulda oy verme hakkına sahip olmak şirket yönetimini doğrudan kontrol etmek anlamına gelmemektedir.

(2) Doğrudan yatırımlarda yatırımcı, sermayesinin yanı sıra makine donanımı ile nitelikli işgücü, işletmecilik bilgisi gibi üretimi artırıcı gerekli diğer desteği sağlayabilir. Portföy yatırımlarında ise yatırımcının tek katkısı sermayesidir.

(3) Doğrudan yatırımların tamamına yakını çokuluslu şirketler tarafından yapılır.

(4) Doğrudan yatırımlarda elde edilen gelirin transferi yatırım yapılan işletmenin verimliliğine bağlı olarak, yatırımın yapıldığı ülkedeki yabancı para transferi ile ilgili uygulamalar kapsamında gerçekleştirilmektedir.

²⁰ Rıdvan Karluk, **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, (İstanbul : Alfa Yayınları, 1983). s. 14.

²¹ Seyidoğlu, a.g.e., s. 568.

2.2.2. Portföy Yatırımları

Özel yabancı sermaye hareketlerinden biri olan portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenmek suretiyle sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır.

Portföy yatırımının uluslararası ve piyasalar arası yapılabilmektedir. Bir ülkenin ihraç ettiği hisse senedi ve tahvillerin yabancı yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye piyasasında ticaretinin yapılması uluslararası işlemlere örnektir. Aynı işlemin ülke sınırları dışında (off-shore) bir merkezde gerçekleşmesi piyasalar arası işlemlere örnektir. Dünyada portföy yatırımlarının içinde en büyük paya sahip olan hisse, senedi yatırımlarının hacimlerinin ve değerlerinin belirlenmesinde iki yaklaşımdan faydalanılmaktadır.

(1) Belirli bir süre itibariyle toplam uluslararası hisse senedi alımları ile toplam uluslararası hisse senedi satışları arasındaki fark alınarak net yatırım miktarı bulunur. Bu yabancı yatırımcıların uluslararası varlıklara tahsis ettikleri taze para miktarıdır. Net hisse senedi yatırımları fon ihraç eden ülkeler bazında nakit çıkışlar ve fon ithal eden ülkeler bazında fonların nakit girişleri izlenilerek iki şekilde hesaplanabilir. Bir ülkeden çıkan sermayenin diğer bir ülkede yatırıma dönüştürüldüğü varsayımıyla bu iki yaklaşımdan elde edilen tutarların eşit olması beklenmektedir.

(2) Belirli bir süre itibariyle alım ve satımlar toplanarak uluslararası hisse senedi yatırımları global olarak izlenebilir. Bu yöntemle sermayenin giriş ve çıkış yönleri gözlenemez.

Aşağıda belirtilen faktörler portföy yatırımlarında önem arz etmektedir :²²

- (1) Yüksek ulusal ekonomik büyüme oranı,
- (2) Döviz kurlarında istikrar,
- (3) Genel makro ekonomik istikrar,
- (4) Yabancı döviz rezerv düzeylerinin merkez bankası tarafından tutulması,

²² Hilal Yıldırım, "Yabancı sermaye ve ABD'ye Yönelik Portföy Yatırımları," **Ekonomi ve Toplum Dergisi**, Cilt no 5, Sayı no 2, (Bursa: 2002). s. 5.

- (5) Yabancı bankacılık sisteminin genel durumu,
- (6) Tahvil ve hisse senedinin likiditesi,
- (7) Faiz oranları.

2.3. Dünyada Yabancı Sermayenin Gelişimi

Dünya, günümüzde hızlı bir değişim süreci içinde bulunmaktadır. Bu değişim sürecinde yaşanan en önemli olgu globalleşme olarak karşımıza çıkmaktadır. Üç kıtada kurulan serbest ticaret bölgeleri ile bölgesel çapta serbestleşen mal ve sermaye hareketleri, bu akımın ana etkenleridir. Globalleşme ile yakın bağlantısı olan diğer bir olgu da, serbest piyasa ekonomisinin gittikçe yaygınlaşması ve ekonomiye devlet müdahalesinin asgariye inmesidir. Bu eğilim beraberinde özelleştirme sürecini de getirmektedir. Halen dünyada bir özelleştirme dalgasının varlığından söz etmek ve yakın bir gelecekte devlet işletmelerinin büyük bir kısmının özelleştirilmiş ya da özel teşebbüse devredilmiş olacağını söylemek yanlış olmayacaktır.

Bütün bu yönelimlerin yanı sıra, sermaye ihraç eden gelişmiş ülkelerin ve çok uluslu kuruluşların statükoyu koruma ve riskleri asgariye indirme eğilimleri mevcuttur. Risk asgarileştirilmesi isteği, müteşebbisleri doğrudan sermaye yatırımlarına yöneltmekte, iş yapacakları alanları belirlemede son derece dikkatli davranmaya sevk etmektedir. Bu istek, serbest piyasa ekonomisinin giderek yaygınlaşması ve ekonomiye devlet müdahalesinin asgarileşmesi olgusu ile birlikte, yabancı sermaye çekilmesi konusunda ciddi bir rekabetin doğuşuna neden olmuştur. Özellikle Doğu Avrupa ve Sovyetler Birliği'ndeki rejim değişiklikleri ve Güney Doğu Asya ülkeleri ile Amerika yarım küresinde oluşan elverişli işbirliği ortamlarıyla, yabancı sermaye tüm kıtalarda büyük rağbet görmeye başlamıştır. Dış yatırımlar konusunda alternatiflerin çoğalması, çok uluslu şirketlere daha seçici olma ve daha fazla avantaj arama imkanı sağlamıştır. Bu nedenlerle hemen hemen tüm ülkelerin yabancı sermaye için cazip paketler hazırladıkları görülmektedir.

Günümüzün yeni şartları sonucunda, yabancı sermayenin yeni yararları ortaya çıkmıştır. Bilindiği üzere, yabancı sermayeden umulan klasik yararlar; sermaye açığını kapatmak, işsizliğe çözüm bulmak ve teknoloji getirmek şeklindedir. Günümüzde yabancı sermaye, gelişen yeni şartlara bağlı olarak gelişmiş ve sermaye ihraç eden ülkelerin siyasi ve ekonomik desteği, promosyon (tanıtım), globalleşme (dışa açılım),

çevresel koruma ve insan kaynaklarının geliştirilmesi gibi yararları da beraberinde getirmektedir.

Yabancı sermaye bütün bu yararları sağlarken, muhakkak bunların karşılığında kârlı bir operasyon beklemektedir. Her ticari faaliyet türü gibi, yabancı sermaye yatırımı için de, en temel güdü kârdır. Ancak bu kâr devamlılık arz etmelidir. Başka bir ülkede yatırımda bulunma kararı verilirken, en az kârlılık kadar, bu kârlılığın devamlılığı da aranmaktadır. Kârın devamlılığını sağlayan en önemli etken ise istikrardır. Kalıcı bir istikrar da, sağlam bir demokrasi ile temel insan hakları, mülkiyet hakkı ve teşebbüs özgürlüğünün güvence altında olduğu ortamlarda mevcuttur. Yabancı sermayenin herhangi bir ülkeye yatırım kararı alırken, istikrarla birlikte aradığı diğer önemli bir husus da ekonomik politikaların tutarlılık ve devamlılık arz etmesidir.

En son OECD ve Birleşmiş Milletler verilerine göre, dünyadaki toplam yabancı sermaye stoku halen 1,5 trilyon Dolar kadardır. Toplam doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının %98'i gelişmiş sanayi ülkelerince yapılmaktadır. Tüm yabancı sermaye yatırımlarının yüzde sekseni Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D.), Japonya, Almanya, İngiltere ve Fransa tarafından yapılmaktadır. Bu yatırımların yüzde sekseni yine gelişmiş ülkelere gitmektedir.

1980 öncesinde %10-15 düzeyinde bulunan azgelişmiş yada gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermaye yatırımlarından almakta oldukları pay, bugün %20 düzeylerine yükselmiştir. Ancak yüzün üzerinde ülke tarafından bölüşülmek durumunda olan bu pay, çetin bir rekabet meselesi haline gelmiştir. Ülkeler bu rekabette ön sıraları alabilmek ve dış yatırımları kendi saflarına çekebilmek için yabancı sermayeye ilave bazı imkanlar tanımakta yada yabancı sermaye özel olarak teşvik edilmektedir. Bu teşviklerin başında, yabancı sermayeye altyapısı hazırlanmış arsa, hatta bina tahsis edilmesi, devlet dairelerinde kırtasiyeciliğin azaltılması ve izin keyfiyetinin kaldırılması ile özel vergi muafiyetinin tanınması gelmektedir. Üstelik bu özel teşvikler, esasen varolan istikrarlı ortama, nispeten gelişmiş finans kesimine, enflasyona endeksli faktörlere yada sermaye için geliştirilmiş koruyucu mekanizmalara (hedging) ve benzeri unsurlara ilaveten tanınmaktadır. Bütün bunların ötesinde, yatırım yapılması düşünülen

ülke yönetimlerinin diyaloga açıklığı ve uluslararası camiayla kaynaşma konusundaki kararlılığı, yine yabancı müteşebbisin önem verdiği hususlardır.²³

Globalleşme, dünyadaki ekonomik unsurların tam bir serbesti ile ulusal boyutta değil, dünya boyutunda belirlenmesidir. Finansal piyasalardaki globalleşme, ikinci Dünya Savaşı'ndan sonraki önemli gelişmelerden birisidir. Dünyadaki uluslararası ticaret ve sermaye hareketlerinde değişim aracı olarak kullanılan "uluslararası para" nın sağlanmasında hükümet ve bankaların etkisi; politik ortama, zamana ve finansal teknolojiye bağlı olarak değişim göstermektedir. Buna göre uluslararası para sistemi, ülkelerin birbirleriyle olan sermaye ve ticaret hareketlerini düzenlemekte, uluslararası parasal düzen ise bu sistemin yasal çerçevesini, düzenlemelerini ve uygulanma biçimini ifade etmektedir.

Bir ülkenin ihraç ettiği hisse senedi ve tahvillerin yabancı yatırımcılar tarafından o ülkenin sermaye ticaretinin yapılması uluslararası işlemlere örnektir. Aynı işlemin ülke sınırları dışında (off-shore) bir merkezde gerçekleşmesi piyasalar arası işlemlere örnektir. Dünyada portföy yatırımlarının içinde en büyük paya sahip olan hisse senedi yatırımlarının hacimlerinin ve değerlerinin belirlenmesinde iki yaklaşımdan faydalanılmaktadır.

(1) Belirli bir süre itibariyle toplam uluslararası hisse senedi alımları ile toplam uluslar arası hisse senedi satışları arasındaki fark alınarak net yatırım miktarı bulunur. Bu yabancı yatırımcıların uluslar arası varlıklara tahsis ettikleri taze para miktarıdır. Net hisse senedi yatırımları fon ihraç eden ülkeler bazında nakit çıkışlar ve fon ithal eden ülkeler bazında fonların nakit girişleri izlenilerek iki şekilde hesaplanabilir. Bir ülkeden çıkan sermayenin diğer bir ülkede yatırıma dönüştürüldüğü varsayımıyla bu iki yaklaşımından elde edilen tutarların eşit olması beklenmektedir.

(2) Belirli bir süre itibariyle alım ve satımlar toplanarak uluslar arası hisse senedi yatırımları global olarak izlenebilir. Bu yöntemle sermayenin giriş ve çıkış yönleri gözlenemez.

İkinci Dünya Savaşından sonra küresel finansal sistem kurulmuş ve ortaklaşa mali yönetim benimsenmiştir. Savaş sonrasında anahtar antlaşması 1944 yılında IMF'

²³ Yücel Güçlü, 2001, "Yabancı Sermaye Çekimi, Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması Anlaşmaları". (<http://www.mfa.gov.tr/turkce/grupe/ues-8/yabancisermaye.htm>). s.2.

nin kurulması ile nihayetlenen Bretton Woods antlaşmasıdır. IMF' nin amacı geçici açıklar karşısında önemli sonuçları olan yapısal tedbirlere başvurulmasını engellemek ve ülkeler arasındaki döviz kurlarının istikrarını korumaktır. 25 yıl boyunca IMF, Amerika'nın ödemeler bilançosu fazlalarını açık veren ülkelere aktarmıştır. Kronik açıklar söz konusu olduğunda ülkelere döviz kurlarını ayarlamalarını istemiş ve bu talebinde genellikle başarılı olmuştur. Dolar'ın belli bir miktar altına bağlanması sistem için önemli istikrar tedbiri anlamına gelmektedir.

Her ne kadar uluslararası bir finansal sistem oluşturulmuşsa da bu sistem ne savaş öncesinde ne de savaş sonrasında küresel değildir. Tek bir devlet tarafından yürütülen merkezi bir yönetime sahiptir. Londra sistemi 1930'larda çökmüştür. Benzer bir kriz 1970'lerde yaşanmıştır. Krizin kaynağı Amerikanın sınıai ve ticari gücündeki nisbi azalmadır. Bölgesel ticaret bloklarının yükselişi, Japonya'nın ve yeni sanayileşen ülkelerin ortaya çıkışı ve OPEC'ten kaynaklanan petrol şoku Amerikanın düşüşüne yol açan faktörler arasındadır. ABD kredi açan ülke olma sıfatını kaybetmiş ve borçlu ülke durumuna düşmüştür. Borcunu finanse etmek için basmış olduğu dolarları dünya piyasalarına sürmüştür. Aynı tarihlerde petrol satan ülkeler de kazandıkları dolarları dünya piyasalarına sürmektedir. Tüm bu likit fonlar aynı adrese gitmekte ve sanayileşmekte olan ülkelerin borç haneleri kabarmaktadır.²⁴

Uluslararası para birimlerinin altına yada altına bağlı başka bir para birimine sabit kurdan konvertibilitesini sağlayarak; spekülasyona karşı sermaye hareketlerine kontrol getirebilme imkanı getiren; ulusal makro ekonomik özerklik veren Bretton Woods sistemi, ülkelerin kısa ve uzun vadeli kaynak gereksinmelerini karşılamada bir takım problemlere çözüm getirememiştir. Doların devalüasyonu sonucu sıcak paranın ABD dışına kaçmasıyla dünya rezervlerini ve buna bağlı olarak, para arzının artması sonucunda sabit kur sistemi 1973'de çökmüştür.

Aynı yıl üye ülkelerin ulusal paralarının değişim değerlerini dalgalanmaya bıraktıkları dalgalı kur sistemi uygulaması başlamıştır. 1973 petrol kriziyle petrol üreticisi olmayan az gelişmiş ülkeler gelişmelerini büyük ölçüde dış kaynaklara dayanarak gerçekleştirmiştir. Bu kaynaklar batılı sanayileşmiş ülkelerin bankalarında

²⁴ Erol KUTLU ve Rana EŞKİNAT, **Dünya Ekonomisi** (Eskişehir: Anadolu Üniversitesi ETAM, 2002). s.266-267

bulunan, özellikle petrolcü ülkelere ait fon fazlalarından sağlanmıştır. Verilen borçların geri ödenmemesi sonucunda 1982 yılı başında borç krizi yaşanmıştır.

Ekonomik entegrasyonun daha çok serbest ticaretle özdeşleştiği 1980 öncesi dönemde, yabancı sermaye girişi banka kredileri, hükümetler arası krediler ve doğrudan yatırımlar şeklinde gerçekleşmekteydi. Ancak 1982’de yaşanan borç krizi, bankaların kredi değerlemelerindeki değişimler ve sermaye oranlarındaki değişimler ve sermaye oranlarındaki artış banka kredilerini azaltarak menkul kıymetlere dayalı finansal piyasa işlemlerini yaygınlaştırmıştır. Sermaye piyasalarının globalleşmesinde hızlı gelişmeler yaşanan 1980’li yıllar, enflasyon oranlarının düştüğü, uluslararası bankacılıkta kar marjlarının daraldığı, rekabetin arttığı bir dönem olmuştur. Bu gelişmelerle, İkinci Dünya Savaşı sonrasında ulusal modellerinin yerine özellikle sermayenin uluslararası dolaşımındaki her türlü sınırlamanın kaldırılması artmıştır. Uluslararası sermaye sınır tanımadan rahatça dolaşabildiğinden, fon talep eden kesimler bu fonları en ucuza sağlayabilecekleri, fon arz eden kesimlerde bu fonlara en iyi getiri sağlayabilecekleri merkezlere yönelmiş ve fon arz ve talebi uluslararası düzeyde oldukça rekabetçi bir yapı kazanmıştır. Bu rekabetçi yapının bir sonucu olarak, sisteme katılan ülkelerin mali piyasalarındaki getiri oranlarında yakınlaşmalar olmuştur. Mali piyasaların entegrasyonu sonucunda oluşan yeni oranlar, hacimsel olarak piyasanın büyük bir kısmını temsil eden ABD’deki oranlar çerçevesinde gerçekleşmiştir. Mali piyasaların uluslararasılaşması ve entegrasyonu sonucunda, gerek ulusal gerekse uluslararası düzeyde, bir piyasada yaşanan olumsuz bir gelişme, diğer piyasaları da etkiler.²⁵

Dünya ekonomisinde 1989 yılında başlayan ekonomik durgunluk, ekonomi ve ticaret politikalarında önemli değişikliklere gidilmesine yol açmıştır. Gelişme ülkelerdeki makro-ekonomik dengesizlikler, bu ülkelerdeki korumacılık eğilimlerini arttırırken, dış ticaretlerini olumsuz etkilemiştir. Büyümedeki yavaşlama ile sermayenin yeni alanlar araması, finans piyasalarındaki globalleşmeyi hızlandırıcı uygulamaları beraberinde getirmiştir. 1990’lı yıllarla birlikte finansal piyasalarındaki genişleme ve artarak sürmüş, globalleşme hızlanmıştır.

²⁵ Alp, a.g.e., s. 99.

2.3.1.Gelişmiş Piyasalar

Gelişmiş bir piyasada, finansal arz ve talepler en etkin bir şekilde finansal kuruluşlar tarafından karşılanır. Uluslar arası bir niteliğe sahip olmasa da yerel bir piyasa da gelişmiş bir piyasa özelliklerini taşıyabilmektedir. Gelişmiş piyasayı temsil eden özellikler, piyasaların işlemsel hacimleri, likidite, ürün çeşitliliği ve derinliği, piyasa giriş ve çıkış kısıtlamalarının bulunmayışı, vb. etkinlik kriterleri olarak sayılabilir. Birincil olarak ABD'deki New York Borsası olmak üzere, Japonya'da Tokyo, İngiltere'de Londra Borsası gelişmiş sermaye piyasalarına örnektir. Yine aynı ülkelerin para piyasaları da gelişmiş konumdadır.

Genel olarak gelişmiş piyasaların organizasyonel yapısında aşağıdaki yönetsel faktörler dikkati çeker;²⁶

- (1) Ulusal bankalara uluslararası piyasalarda faaliyette bulunabilme kolaylıklarını sağlanması,
- (2) Komisyon oranlarının pazarlıkla belirlenmesi,
- (3) Uluslararası piyasalara girişlerde yabancı bankalar ve aracı kurumlara ulusal piyasalara girişte uygulanan düzenlemelerin getirilmesi.

Finansal piyasalarda son yıllarda hızla devam eden globalleşme sürecinde uluslararası bankacılıkta artan bir rekabet yaşanmaktadır. Şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak için menkul kıymet ihracı ve borç verme konularında Kıta Avrupa'sında bankaların hakimiyeti 1980'li yılların sonuna dek sürmüştür. ABD'de 1987 Ekim'inde yaşanan finansal kriz sonrasında mali alanda getirilen düzenlemeler ile bankaların faaliyet alanları genişletilmiştir. Japonya'da da 1980'li yılların sonuna doğru yapılan yasal düzenlemelerle, menkul kıymet piyasalarında rekabet güçleri artırılmıştır. Ayrıca Japonya'da gerçekleştirilen liberalleşme çalışmaları sonucunda Japon menkul kıymet borsasında yeni menkul kıymet ihraçlarında önemli ölçüde artışlar kaydedilmiştir.

²⁶ İlker PARASIZ ve Kemal YILDIRIM, **Uluslar arası Finansman** (Birinci Basım,Bursa: Ezgi Kitabevi, 1994). s. 312- 313.

2.3.2.Bölgesel Piyasalar

Bölgesel bütünleşme, bölgesel birleşme yada bölgesel entegrasyon, iktisadi, siyasi, askeri ve sosyal boyutlar içermektedir. Bölgeselleşme belirli bir coğrafi bölgede yakın ilişki içinde olan ülkeler arasında ticaret ve diğer akımların serbestleşmesi esasına dayanmaktadır. Grubun üyesi olan ülkelerin ortak siyasi, sosyal, iktisadi, kültürel değerleri, ortak hedefleri ve çıkarları söz konusu olduğunda bütünleşme hareketi daha başarılı olmaktadır.

Bölgeselleşme temelde siyasi ve ekonomik amaçlı birlikler olmak üzere iki sınıfa ayrılmaktadır. Coğrafi konumları itibariyle birbirlerine yakın olan ülkelerin, izledikleri para ve sermaye politikaları çerçevesinde sermaye piyasalarında bir entegrasyon oluşturmaları sonucunda oluşan piyasalar bölgesel piyasalar olarak adlandırılmaktadır.²⁷

Bölgesel anlaşmaya taraf olan ülkeler, birbirlerine yaptıkları ihracata konan kısıtlamaları azalttıkları ölçüde, iç fiyatları daha yüksek olan malları, üye ülkelere ithal edecekleri daha ucuz mallarla ikame edebilirler. Bunun sonucunda iç kaynaklar, ihracata yönelik üretim için serbest kalabilir. İhracat imkanlarının artması ile ilk aşamada bölge içi ticaret daha sonra diğer bölgeler ile yapılan dış ticaretinde liberalleştirilmesi ile, bölge dışı ticaret artabilir. Anlaşma öncesinde ülkeler arasındaki bütünleşme ne kadar düşük, buna karşılık birbirlerine uyguladıkları ticari engeller ne kadar çok ise, anlaşmanın ticareti artırıcı etkisi o kadar büyük olacaktır.²⁸

Ülkelerin mukayeseli üstünlüklere göre ihtisaslaşmaları ve bunun sonucunda serbest ticarete yönelmeleri ulusların kaynaklarının ve dolayısıyla dünya kaynaklarının en etkin biçimde değerlendirilmesine yol açar.²⁹

Bölgesel piyasalara örnek olarak Avrupa Birliği verilebilir. İkinci Dünya Savaşından sonra dünya uluslar arası sistemindeki baskın konumunu başta ABD'ne ve kısmen SSCB'ne kaptıran Avrupa Ülkeleri ancak bir araya geldiklerinde tekrar bir

²⁷ Kutlu, a.g.e., s.297.

²⁸ Rıdvan Karluk, **Uluslararası Ekonomi**, (Birinci Basım, Ankara: Turhan Kitabevi,2002) s. 123-124.

²⁹ Erol İyibozkurt, **Güncel Ekonomik Sorunlarımız**, (Dördüncü. Basım, BURSA: Ezgi Kitabevi, 1997), s. 341.

dünya gücü olabileceklerini fark etmişlerdir. Ekonomilerini bir araya getirerek ulusal egemenliklerinin bir kısmını daha üst bir otoriteye devretmeye razı olmuşlardır.³⁰

2.3.3.Uluslararası Finansal Piyasalar

Uluslararası sermaye piyasasında fon arz eden ve talep eden kişiler, dört piyasaya başvurabilirler: bu piyasalar , ulusal para ve sermaye piyasaları, yabancı para ve sermaye piyasaları, euro piyasalar, yabancı döviz piyasalarıdır.

Uluslararası finansal piyasa, bu piyasada çalışan birimlerin doğası ve nihai ödünç veren ve ödünç alanlar arasına giren araçlar tarafından şekillenmektedir.³¹

Dünyada birçok finansal piyasa yabancı yatırımcılar için de işlem yapılması yaygın ve cazip konumdadır. Bu piyasalarda kolaylıkla hem yerli, hem yabancı olmak üzere fon arz ve talep edenler karşılaşır. En önemli uluslararası finansal merkezler New York ve Londra'dır. Finansal merkezlerin yanında, yerel piyasa olarak önemli olmasa da uluslar arası önemi olan piyasalar da mevcuttur. Uluslararası piyasaların temel özelliği sermaye girişinde kısıtlamanın minimum olması ve politik dengesizliğin yani bir anlamda ülke riskinin çok az seviyede olmasıdır. Sermaye Transferi Teorisi, aşağıdaki ana başlıklar altında özetlenebilir;³²

- (1) Sermaye ihraç eden ülkelerde ticaret fazlası, sermaye ithal eden ülkelerde ise ticaret açığı olmaktadır.
- (2) Sermaye ihraç eden ülkelerde gelir azalması, sermaye ithal eden ülkelerde ise gelir artışı ile dış denge değişmesi oluşmaktadır.
- (3) Net ticaret hadleri, sermaye transfer eden ülkenin aleyhine, transferi alan ülkenin ise lehine değişmektedir.

Liberalizasyon hareketleri ve teknolojik gelişmeler, uluslararası finansın gücünü artırırken hükümetlerin etkisini azaltmıştır. Mali piyasalarda yaşanan yeni trende ülkelerin katılımı ve bu süreçte ilerlemesi hep farklı düzeylerde olmuştur. New York, Londra gibi merkezler, yeni dönemde, ağırlıklarında değişmeler olmakla birlikte,

³⁰ Kutlu, **a.g.e.**, s.302.

³¹ Ufuk Başoğlu, Nalan Ölmezoğulları ve İlker Parasız, **Dünya Ekonomisi**, (Bursa: Ezgi Kitabevi,1999) s.21.

³² Nurdan Aslan, **Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri** (İstanbul: Türkmen Kitabevi,1997). s. 49-50.

konumlarını korurken, Tokyo ve Frankfurt gibi yeni merkezler uluslararası fon hareketlerinden önemli oranda pay almaya başlamıştır.

Teknoloji, iletişim ve ulaşım alanlarında sağlanan gelişmelerle birlikte uluslararası sermaye hareketlerine getirilmiş olan sınırlamaların kaldırılması sonucu uluslararası mali piyasalar, adeta birbirine entegre tek bir pazar halini almış ve dünyanın dört bir yanından katılımcıların yer aldığı, 24 saat aralıksız işlem yapılan bir arena haline dönmüştür. Gerek katılımcı sayısının fazla olması gerekse bilgi iletimi sistemlerinin etkinliği sayesinde sermaye maliyetlerinde önemli düşmeler sağlanmış, kaynak dağılımı uluslararası anlamda daha rasyonel bir hale gelmiştir.³³

2.3.4.Yeni ve Hızla Gelişmekte Olan Piyasalar

Gelişen piyasalar (emerging markets) son yıllarda, uluslararası mali piyasalarda dikkatleri üzerine toplayan önemli bir olgu haline gelmiştir. Güneydoğu Asya krizinden sonra en iyi ekonomik performans gösteren ülkeler arasında ilk sırayı Güney Kore ve Tayvan alıyor.³⁴ Türkiye, mali piyasalarını liberalize edip uluslararası finansal sistemde yer alma çabalarına birçok ülkeye göre oldukça erken sayılabilecek bir tarihte, 80’li yılların başlarında başlamıştır. Ancak, ekonomisinin altyapı sorunlarını çözememiş ve yapısal reformlarını gerçekleştirememiş olması nedeniyle bu süreçte arzu ettiği noktaya ulaşamamıştır.

Gelişmekte olan ülkeler ödemeler dengesi açığı, tasarruf yetersizliği ve teknoloji transferi gibi sorunlarına çözüm arayışı içinde portföy yatırımlarını özendirici çalışmalara başlamışlardır. Bu amaçla, gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasasının yabancılara açılması ile ilgili kolaylıklar genişletilmeye ve faaliyet alanları yaygınlaştırılmaya çalışılmaktadır. Özel sektörün finansman gereksinmelerinin dış borçlanma ve devlet sübvansiyonları yerine hisse senetlerinin yabancılara satılması yolu ile karşılanabilmesi için gerekli düzenlemeler yapılmıştır.

Finansın uluslararasılaşması ile birlikte, piyasa katılımcılarının hemen her piyasada faaliyet gösterebilmesinin sonucunda artan uluslararası rekabet, bir yandan genel olarak sermaye maliyetlerini düşürmüş, diğer yandan da uluslararası finansal

³³ Alp, a.g.e., s. 1-2.

³⁴ Ercan Kumcu, Yükselen Piyasaların Finansmanı, **Hürriyet**, 21 Nisan 2004,

entegrasyonda yer alan ülkeler arasındaki sermaye maliyetlerinin ve getiri oranlarının birbirine yaklaşmasını sağlamaktadır. Entegrasyon düzeyi arttıkça, hem gelişmiş ülkeler arasındaki mevcut farklar iyice ortadan kalkacak hem de gelişmekte olan ülkeler – siyasi anlamda istikrarlı bir demokrasi ve ekonomik anlamda serbest piyasa mekanizmasının etkin bir şekilde işleyeceği altyapıyı oluşturmuş olmaları halinde- bu yöne doğru hareket edeceklerdir.³⁵

2.4. Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler

2.4.1. Makro-ekonomik Etkiler

Ülkelerin çeşitli sermaye kontrol tedbirlerine başvurmaları, ekonomi ve para politikaları doğrultusunda, sermayenin başka ülkelere kaçmasının yaratacağı olumsuz etkilerden kurtulmak içindir. Sermayenin dışa doğru açılımı; genelde yüksek enflasyona sahip ve yeterince güçlü para birimlerine sahip olmayan ülkelerden daha güvenceli ve istikrarlı ekonomik yapıya sahip ülkeler lehine kaymaktadır.

Sermaye kontrolleri parasal politikalarda uzun yıllar önemli bir savunma aracı olup, genelde bir ülkeyi faiz oranlarındaki dalgalanmalardan korumak için kullanılmaktaydı. Bu arada bir ülkede enflasyona göre faiz oranlarında ayarlama yapılması durumunda, sermaye hareketlerinde uygulanacak sıkı politikalar, uluslar arası piyasalarda gerekli olan faiz oranlarından çok farklı düzeyde olunmasının uzun süre sağlayamamaktadır. Sermaye kontrollerinin ekonomi politikalarındaki etkinliği kısa dönem için geçerlidir. Sıkı para politikası izleyen ülkelerde, ticari krediler ve doğrudan yatırımların göreceli olarak serbest olma durumunda ise, o ülke kişileri portföylerini başka ülkelere kaydırabilirler. İsviçreli üç iktisatçı, birkaç yıl önce, uluslararası sabit sermaye yatırımlarında öncülük eden kuruluşlarla yüz yüze yaptıkları görüşmeler sonunda, yabancı sermaye cezbi için iki geçerli kural tespit etmişlerdir. Bunlar:³⁶

- (1) Yabancı sermaye bekleyen ülkelerde, ekonomi ile ilgili yasalar ve kararlar beklenmedik zamanlarda ve sık sık değiştirilmemelidir.
- (2) Yasalar ve kararlar değiştirilmese bile, hükümetler bu yasa ve kararların etrafından dolanmamalıdır.

³⁵ Alp, a.g.e., s. 3.

³⁶ Erdoğan Alkin, **Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Türkiye**, (Ankara, TCMB, 2002)

Ekonomide toplam arz - talep dengesini sağlanmasında klasik araçlar para ve maliye politikalarıdır. Para arzının ve kamu harcamalarının sınırlı tutularak genel dengeye ulaşılması amaçlanmaktadır. Uluslararası sermayenin çekilebilmesi için makro-ekonomik politikaların, istikrarlı büyüme amacını gütmesi gerekmektedir. Genel makro ekonomik belirsizlik ortamı yatırım kararlarını olumsuz etkilemekte, yatırımların geciktirilerek fiyatlar, maliyetler ve piyasayla ilgili diğer şartlar hakkında yeni bilgilerin gelmesinin beklenmesi tarzında bir yaklaşımın ağırlık kazanmasına yol açmaktadır.³⁷ Ekonomik hedef, enflasyonu düşük düzeyde tutmak ve istikrarlı döviz kurudur. Böylece yabancı yatırımcının yerel piyasalardan elde ettiği gelirlerin aşınmaya uğraması önlenebilir. Yapılan araştırmalar ekonomik performansla hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. İhracattaki artış, ekonomik büyümeye bağlı olarak hisse başına temettüdeki artış, döviz kurları ve fiyatlarda istikrarı hedefleyen politikalar ve özelleştirmenin dolaylı olarak kamu maliyesinde sağladığı denge ile makro-ekonomik istikrar uluslararası sermaye akımlarını cazip hale getirmektedir.

Yatırım kararlarını etkileyen en önemli etmenlerin başında kambiyo, faiz ve enflasyon oranları gelmektedir. Bu etmenler borçlu içinde aynı öneme sahiptir. Dolayısıyla kambiyo, faiz ve enflasyon rizikolarını en uygun bir şekilde dağıtan, sınırlayan ve aktaran finansal araçlar önem kazanmaktadır.³⁸

2.4.1.1. Ödemeler Dengesi

Ödemeler dengesi, belli bir zaman aralığı içerisindeki genellikle bir yıllık süre kapsamında, bir ülkede yerleşik kişilerle diğer tüm ülkelerdeki yerleşik kişiler arasında meydana gelen ekonomik faaliyetler sonucunda doğan fon akımını gösteren bir hesaptır. Bu bağlamda, ülke ekonomilerindeki kaynaklar ve varlıklar ödemeler dengesi hesabına göre kaynak ve kullanımlar biçiminde gerçekleşmektedir. Örneğin, yurt dışında yerleşik kişilerin Türkiye’de menkul kıymet portföy yatırımı yapmaları Türkiye açısından bir kaynaktır ve ödemeler dengesini olumlu yönde etkilemektedir. Yurt içinde yerleşik

³⁷ Adalet Demirçelik, Bahşayış Temir, **Şirketler Kesiminin Reel Yatırımları ve Bunların Finansmanı**, (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1995) s. 11.

³⁸ Abdurrahman Fettahoğlu, **Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye**, (Ankara, Adalet Yayınevi, 1981) s.8.,

kişilerin yurt dışı menkul kıymet piyasalarında yapmış oldukları portföy yatırımları ise ödemeler dengesi hesaplamalarına göre kullanımdır.

Bir ülkenin dış ödemeler bilançosundaki denge yada dengesizlik o ülkenin uluslar arası ödeme gücündeki iyileşme yada bozulmaları gösterir. Dolayısıyla ülkenin uluslar arası ekonomik ve mali alandaki itibarının bir göstergesi olarak değerlendirilir. Ödemeler bilançosunun açık vermesi, ülkenin bir döviz darboğazı içinde bulunması, gümrük tarifelerini yükseltmek ve kambiyo denetimine başvurmak gibi uygulamaları gündeme getirebilir. Ev sahibi ülke karşılaştığı dış ödeme sıkıntılarını nedeniyle ülkedeki yabancı yatırımcıların fonlarını bloke etme yada kar transferlerini engelleme yoluna gidebilir. Bu ise yatırımcının maliye ve kar hesapları üzerinde beklenmeyen etkilere yol açabilir. Bir ülkenin ulusal parasının dış değeri ile ödemeler bilançosu arasında sıkı bir ilişki vardır. Ödemeler bilançosu fazla veren ülkelerin paraları döviz piyasalarında değer kazanır, dış açık veren ülkelerin paraları ise değer kaybeder.³⁹

2.4.1.2. Enflasyon, Kambiyo Kurları ve Faiz Oranları

Etkin portföy yatırımlarının oluşturulmasında ön koşul, ulusal paraların konvertibl yani bireylerin ellerindeki ulusal para birimleriyle istedikleri yabancı para birimlerine kolayca çevrilebilmesi ve alım-satım işlemlerinde geçerli olmasıdır. Bir ülkedeki genel fiyatlar seviyesindeki hızlı artışlar ve belirsizlikler yerli olduğu kadar yabancı yatırımlar için de tercih edilmeyen bir durumdur. Bir ülkenin yüksek ve tahmin edilemeyen bir enflasyon değerine sahip olması, aynı zamanda ilgili ülke para biriminin yabancı para birimleri karşısında değerinin özellikle uzun dönemli olarak tahminini de belirsizleştirir. İstikrarsız çevre koşullarının göstergesi, yüksek enflasyon oranları ve buna bağlı olarak yüksek ve önemli derecede değişebilen faiz oranlarıdır. Bu koşullarda hem kredi kuruluşları hem de yatırımcılar bu belirsizlikten doğan rizikoyu mümkün olduğu ölçülerde ortadan kaldırmaya yada sınırlandırmaya çalışırlar. Doğal olarak, yüksek enflasyon oranları ve önemli derecede dalgalanan faiz düzeyleri belirsizliklerle yüklüdür.⁴⁰

³⁹ Seyidoğlu, **a.g.e.**, s. 152-155.

⁴⁰ Fettahoğlu, **a.g.e.**, s. 6.

Yabancı sermaye ülkeler arasındaki faiz farklılıklarından etkilenmektedir. Faiz oranları yükseldiği ölçüde sermaye girişi artmakta, düşmesi halinde ise ülkeden sermaye ihracı hızlanmaktadır.

Döviz kuru riski, yabancı para cinsinden yapılan yatırımlarda paraların değerinin değişmesi durumunda ortaya çıkan bir risktir. Yabancı para biriminden bir menkul kıymete yatırım yapan yatırımcı, nakit akışları bu para biriminden olacağından kendi para biriminden nakit akışını tam olarak bilemez.⁴¹ Anlaşma yapılan kimselere ödeme yapılmaması, projenin borcunun zamanında ödenmemesi, ihtiyat oluşturulmaması ve yerel para konvertibl değilse devalüasyon riskini içermektedir.

Kambiyo kontrolleri, yabancı kaynaklardan öz sermaye yatırımlarının sınırlandırılması, yabancı kredi ve faizlerin geri ödenmesi ve elde edilmesinde, kar transferlerinde ve projelerde yabancı yatırım miktarının ve kardan ayrılacak ihtiyatların kısıtlanması olarak ortaya çıkmaktadır.

2.4.1.3. Ekonomik Büyüme

Kaynaklar yetersiz kalırsa, ekonomi gelişmez; hatta geriler. Milli gelir (GSMH), yaratılan katma değerden oluşur; katma değer ise üretimle gerçekleşir. Üretim yapabilmek için belli girdilere ihtiyaç vardır.⁴²

Gelişen ülkelerde yüksek getiri, ekonomik büyüme ve onun devam edeceği beklentisine bağlanabilir. Daha yüksek büyüme daha yüksek getiri demektir. Bunun anlamı sermayenin hızla büyüyen gelişen piyasalara akmaya devam etmesidir. Açık ekonomi felsefesinin devam edeceği taahhüdü ile birlikte bugün uluslararası yatırımlardaki amaç gelişen ülkelerin potansiyel büyümelerinin paylaşılmasıdır.

2.4.2. Mikro ekonomik Faktörler

Gelişen ülkelerde büyük firmalar ağır bir koruma şemsiyesi altında ve istikrarlı bir iş ve sosyal çevreden büyümektedir. Piyasaların serbestleştirilmesi, iç ve dış rekabet, iş

⁴¹ Metin Coşkun, **Finansal Piyasalar**, (Eskişehir: Birlik Ofset Yayıncılık, 2002) s. 262.

⁴² İbrahim Kavrakoğlu, , “Uluslararası Kalkınma İçin...” Aylık Ekonomi ve Aktüalite Dergisi **Platin**, yıl 7, Mayıs 2004 , s.98.

alanlarına giriş çıkışın serbest olması, sübvansiyonların ve kotaların kaldırılması, açık sermaye piyasası ve anti-tröst yasaları bir çok büyük gelişmekte olan ülkenin büyük şirketlerinin geleceğini farklılaştırabilir. Diğer yandan daha küçük firmalar, yeni fırsatlardan yararlanan müteşebbislerce yönlendirilebilir. Özellikle gelişen ülkelerde piyasanın gelecekteki büyümesine katılmak, büyük firmalar yerine henüz büyümekte olan firmalara yapılacak yatırımlarla olanaklı görülmektedir.

İkinci olarak gelişen ülkelerdeki dışa açılmış büyük firmalar, uluslararası entegre olmuş firmalardır. Bunun bir sonucu olarak bu firmaların nakit akımları, entegre oldukları dünya piyasalarında ticaret yapan firmalarda benzer olacaktır. Bundan dolayı gelişen ülkelerde bu tür firmaların risk çeşitlendirme potansiyeli de düşük olacaktır. Böylece beklenen gelir ve risk çeşitlendirilmesi temelinde daha küçük ölçekli gelişen ülke firmaları tercih edilmektedir.

Yabancı yatırımcı için yatırım yapılan ülkedeki, şirket ortaklıklarının belirli oranlarla sınırlandırılması ve belirli endüstrilerdeki şirketlere yatırım yapılmasına izin verilmemesi gibi uygulamalar sorun yaratmaktadır. Finansal maliyetlerin yüksekliği, yönetsel ve kültürel farklılıklar, teknolojinin kontrolünde duyulan endişe ve kalifiye işgücünün bulunmayışı yabancı sermayeyi engelleyen diğer unsurlar olarak sayılabilir.⁴³

2.4.3. Sosyal Etkenler

Sermaye hareketlerinin yönünü belirleyen ekonomik, politik ve sosyal boyutları vardır. Ekonomik ve politik etkenler doğrudan doğruya ülkelerin borç yükümlülüklerini etkilemektedir. Sosyal etkenler ise ülkelerin politik ve ekonomik yapısını, tercihlerini etkiler. Sosyal etkenler sermaye hareketlerinde dolaylı yünden ağırlıklarını hissettirir. Bu ülkenin sosyal istikrarı; nüfus yoğunluğu, demografi denge, eğitim düzeyi, etnik ve dini yapı, işgücü ve sendikalar, gelir dağılımı ve aile yapısı gibi unsurların bileşkesinin sonucunda çıkan tabloya göre belirlenmektedir.

Sosyal yapıdaki uyumsuzluk ve dengesizlikler her an sosyal patlamalara neden olabileceğinden; ekonomik ve politik istikrarı da olumsuz etkileyebileceğinden dolayı, yabancı sermaye yatırım kararlarını da ilgili ülke aleyhinde olumsuz etkileyecektir. Eğer

⁴³ İMKB, Araştırma Yayınları , **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, Araştırma Müdürlüğü, İstanbul 1994. s.26.

sosyal yapı uyum ve istikrar içinde ise, sermaye yatırımlarında dikkate alınan ülke riski değerlendirmelerinde ülkenin riski düşük çıkacağından dolayı ;bu istikrarın yatırım kararını da pozitif yönde etkileme gücü yüksektir.

Yabancı yatırımcı açısından önemli bir kıstas da; ülkenin hukuk ve adalet sisteminin işleyiş etkinliğidir. Yaptığı yatırımlarının güvencede olması, sermaye ve kazançlarını transfer etmeden veya bir anlaşmazlık durumunda hakkını arama sistemlerinin işbirliği güven ortamı yaratacaktır.

Devlet anlayışlarının değişmesi, toplumların gelişmesi ile gelişme gösteren sosyal yaşamın belli bir yere gelmesi kişilerin çabalarıyla olmaz. Bu konuda devletin öncülük etmesi toplumsal yaşamın rahat, düzenli ve belli bir refah düzeyinde olmasını sağlaması gerekir.⁴⁴

2.5. Çift Yönlü Sermaye Akımlarının Ülke Ekonomilerine Etkileri

2.5.1. Reel Ekonomi Üzerine Etkileri

Ekonomi dışı açılıp ticari ve mali serbestleşme arttıkça, sermayenin üretimden kopması ve önce dış ticaret ardından da finansal piyasalarda rant kollama faaliyetlerinin hacmi ve hızının artması, bu birikim modelinin dikkate değer bir çelişkisidir. Taşıdıkları spekülative nitelik nedeni ile üretken yatırımlar ile ilgisi olmayan kısa vadeli sermaye hareketlerinin, giriş yaptığı ülkelerde kısa süreli bir zenginlik yarattıkları ve izleyen dönemde önce mali sektörde başlayan, giderek reel sektöre de yayılan ciddi krizlere yol açtıkları ülke deneyimlerinden de bilinmektedir. Daha 1970'li yıllarda üretim ve verimlilik krizlerinin ardından üretken sermayenin süratle spekülative alanlara kayması, sıcak para hareketleri ile pek çok ülke ekonomisini adeta kumarhaneye çevirmiştir. Finansal serbestleşme çerçevesinde faizlerin ve uluslararası yeni finans piyasalarına açılmanın, bu konudaki kuramın iddia ettiğinin aksine, yurtiçi tasarrufları artırıcı etkisinin olduğunu gösteren güçlü bulgular yoktur. Az sayıdaki yatırım fonu kurumları, ticari bankalar ve fon yöneticilerinin denetiminde olan maddi üretimden bağıni koparmış küresel sermaye hareketleri, giriş yaptığı ülkelerde yatırım eğilimini zayıflatmak ve ülkelerin rekabet edebilmesinin kısa dönemli araçlarını ortadan

⁴⁴ Özhan Çetinkaya, **Türkiye'de Devlet İşletmeciliği ve Özelleştirme** (Bursa:Ekin Kitabevi, 2002). s.28.

kaldırmak ile kalmamakta, ekonominin makro yönetim araçları olan iktisat politikalarını hızla etkisiz hale getirebilmektedir.⁴⁵

Uluslararası sermaye yatırımları, ekonomik gelişmeyi sadece yerel ekonomilerde değil, artan bir şekilde yabancı ülkelerde de desteklemektedir. Uluslararası sermaye hareketleri ekonomik gelişmenin öneki bir aracı durumundadır ve gelişen ülkelerin ekonomik büyümelerinde önemli bir finansman desteği yaratmaktadır. Ekonomik gelişmede özellikle hisse senedi ihracı daha önemli bir finansman kaynağı haline gelmektedir. Sermaye ithalatçısı ülke bakımından hisse senedi portföy yatırımları uzun vadeli ve ucuz bir finansman imkanı olarak değerlendirilmektedir. Yabancı sermaye hem başlangıçta getirdiği sermaye hem de yatırımdan elde ettiği karları yeniden yatırıma dönüştürerek, gittiği ülkenin sermaye birikimini artırabilir. Getirilen dövizin, uzun dönemde ithal ikamesi ve ihracatı artırıcı etkiler sağlaması, sermaye ithalatçısı ülkeler ödemeler dengesini düzeltici yönde etkide bulunur. Yabancı sermaye, yerli ekonomiye dinamizm kazandırır ve iç rekabeti artırır. İçerideki sanayinin tekelci bir yapıya sahip olması durumunda yeni firmaların piyasaya girmesi, tekelci yapıyı kırarak, fiyatların düşmesini sağlayabilir. Yarattığı istihdam olanakları ile işsizlik sorununun çözümüne katkıda bulunabilir.

Yabancı sermayenin herhangi bir nedenle ülkeden ayrılması, girişinin azalması yada durması, sermaye ithalatçısı ülkede sermaye stokunun azalmasına yol açarken, ödemeler dengesini olumsuz etkiler. Yabancı sermayenin yerel ekonomi üzerinde yarattığı dinamizm ve rekabetçi ortamın avantajlarından yararlanılamaz. İstihdamı olumsuz etkiler.

Global finansal piyasalara entegrasyon sağladığı avantajların yanı sıra dezavantajları da bulunmaktadır. Uluslar arası sermaye akımlarından yararlanmak amacıyla ekonominin dışa açılması ve mali piyasalarda serbestleştirme ülke ekonomisinde makro-ekonomik istikrarsızlığın varolması durumunda istikrarsızlığı artırıcı ve derinleştirici bir rol oynamaktadır. Serbestleşme özellikle kapalı bir ekonomiden açık ekonomiye geçişte ekonomi üzerindeki kontrolü zorlaştırmakta ve dış ekonomik etkenlere duyarlılık belirleyici hale gelmektedir.

⁴⁵ Uğur Eset, "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Deneğimin Öğrettikleri ve Reel Ekonomi", **İktisat Dergisi**, Sayı.363, (Ocak 1997), s.76.

Makro-ekonomik dengesizlikler içindeki bir ekonomide yabancı sermaye girişini özendirici uygulamalar, eğer ülkede bütçe açıkları kronik bir soruna dönüşmüşse, bütçe açıklarının devamına neden olabilmektedir. Ekonomide artan sermaye girişi hükümetlere daha kolay borçlanma olanağı sağlamakta, bu durum bütçe açığının katlanarak devam etmesini ve içerde enflasyonda artışı birlikte getirmektedir. Bütçe açıklarını kapatmak için uygulanacak daraltıcı politikalar yerine hükümetlerin sorunu erteleme yolunu seçtikleri gözlenmektedir.

Hükümetler cari işlemler açığını kapatmak için yabancı sermaye girişini özendirmek eğilimindedir. İstikrarsız bir ekonomik yapı içinde enflasyonist ortamda kısa vadeli fonların cazip hale getirilmesi çabası içine girilmekte, sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli fonlar faiz ve kurlardaki beklentilere uygun olarak hareket etmektedir. Geçmişte, örneğin, Türkiye’de olduğu gibi, sıcak para girişini artırmak amacıyla döviz kurundaki artış enflasyondaki artışın gerisinde, faiz oranları ise enflasyon oranının üzerinde tutulmaktadır. Bu politikaların sonucu olarak düşük döviz kuru ihracatı engellemekte, ithalatı artırmakta ve ülkenin kendi imkanlarının ötesinde ithalatı teşvik ederek cari işlemler açıklarını büyütmektedir.⁴⁶

2.5.2. Sermaye Piyasası Üzerinde Etkiler

Sermaye piyasaları şirketlerin kaynak yetersizliklerinin çözümüne, hisse senedi ve tahvillerinin kolayca pazarlanmasına yardımcı olurken, aynı zamanda mülkiyeti yaygınlaştırmakta ve küçük tasarruf sahiplerine cazip gelir imkanları sağlamaktadır.⁴⁷

Yabancı sermaye girişi, bir ülkenin sermaye piyasaların canlandırıcı bir rol oynamaktadır. Ekonomik büyüme için global sermayeden daha fazla yararlanma ihtiyacı, ekonomide özelleştirme gibi araçlarla yapısal reformlara gidilmesine neden olmaktadır. Uluslar arası sermaye ise yapısal reformların gerçekleştirilmesinde hisse senedi arzının üçte biri uluslar arası yatırımcılar tarafından karşılanmıştır. Özelleştirmelerin sermaye piyasalarındaki canlandırıcı etkisinin yanı sıra uluslar arası yatırımcıların portföy yatırımları ile yerel piyasalarda yaptıkları alımlar, hisse senedi

⁴⁶ Gülten Kazgan, “Krizin Asıl Nedeni Aşırı Serbestlik”, **İktisat Dergisi Özel Sayı: İktisadi Kriz ve Değişim Dinamikleri**, Ağustos 1994, s.15-16.

⁴⁷ Afşar, **a.g.e.**, s. 22.

fiyatlarını artırmakta, yerel piyasalardaki ilginin de bu piyasalarda yoğunlaşmasına neden olmaktadır.

Uluslararası portföy yatırımları giderek önem kazanmaktadır. Bunun başlıca nedeni, yabancı yatırımcıların dünya menkul kıymet borsalarında giderek artan bir sayıda marjinal alıcı olmaları ve marjinal alıcılar olarak fiyatları kontrol etme imkanına sahip olmalarıdır. Uluslararası yatırımcılar nakit aktarımında ne kadar aktif olurlarsa dünya piyasalarındaki hisse senedi fiyatları da o kadar yükselmektedir. Bu durum yabancı portföy yatırımcılarının menkul kıymet satışı yapmaları yada piyasadan çekilmeleri durumunda fiyatlarda önemli ölçüde düşüş riskini de beraberinde getirmektedir. Yüksek reel faiz- aşırı değerli ulusal para politikasına sıkışan ulusal ekonomide kullanılabilir fonlar sabit yatırımlara yönelmek yerine tüketim ve ithalat patlamasına yönelmekte ve cari işlemler açığını tehlikeli biçimde yükseltmektedir.⁴⁸

⁴⁸ Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, (İstanbul: İletişim Yayınları, 2001), s.136.

İKİNCİ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

1. Gelişmekte Olan Piyasalar

Gelişmekte olan ekonomilerin Yeni Dünya Düzeni'ne açılımında kamusal işlevlerle ilgili devletin faaliyet alanı ciddi olarak kısıtlanmaktadır. Söz konusu kısıtlama hem kamu harcamaları üzerindeki sınırlamalardan, hem de gelir alanındaki daralmalardan kaynaklanmaktadır. Dünya piyasaları ile eklemlenme aşamasında bulunan gelişmekte olan ekonomilerin kamusal alandaki ilk sorunları, hangi nedene bağlı olarak ortaya çıkmış olursa olsun, kamu kesimi borçlanma gereksinimi ve bu gereksinimin tetiklediği sermaye hareketleridir. Böylesi sermaye hareketleri, finansal piyasaların oynaklığına ve hassasiyetine bağlı olarak reel piyasalarda da sarsıntı ve gerileme yaratmaktadır. Tarihsel süreçte, gelişmekte olan ekonomiler 1970'lerin sonlarına doğru aşırı borçlu konumda olarak Yeni Dünya Düzeni'ne açılmak durumunda kaldılar. Merkez kapitalist ekonomilerin yoğun olarak finansal alana geçtiği ve merkez ekonomilerde birikmiş olan fonların kullanım yerinin daraldığı durumda, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler birbirlerini destekler konuma geçtiler. Gelişmekte olan ekonomiler hızla borçlanırken, gelişmiş kapitalist merkezler de birikmiş fonlarını yüksek faiz hadleri ile değerlendirme fırsatı bulmuş oldu. Gelişmiş merkezler, iç ekonomide reel üretimde kâr hadleri gerilerken, gelişmekte olan merkezlerin açıklarından yararlanarak yüksek faiz getirisi sağlamaları önemli bir avantaj olarak algılandı. Dünya ekonomisinin yönetiminde Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) son dönemlerde öne çıkmasının temel nedeni de gelişmiş merkezlerin gelişmekte olan ekonomilerdeki çıkarlarının korunması ve dünya finansal akımlarının düzenlenmesi amaçlarının öne çıkmasıdır.

Yeni Dünya Düzeni çerçevesinde gelişmekte olan ekonomiler gelişmiş ekonomiler karşısında rekabet açısından zayıf konumda bulunmaktadır. Söz konusu zayıflığın telâfisi maddî ve beşerî sermaye birikimine bağlı olduğundan, bu dönemde yoğun kaynak gereksinimi ortaya çıkmaktadır. Başka bir ifade ile, küreselleşme ortamında gelişmekte olan ekonomiler bir yandan yoğun kaynak gereksinimi ile karşı karşıya gelirken, diğer yandan da ekonomik tabanı verimsiz alanlara kaymakta ve/veya

yüksek kaynak gereksiniminin neden olduğu yüksek faiz haddi oluşumuna bağlı olarak üretim dışı alanlara yönelmektedir.⁴⁹

1.1. Gelişmekte Olan Piyasalarda Sermaye Yatırımları

Son yıllarda yeni gelişen sermaye piyasalarına gittikçe artan bir sermaye akımı olmuştur. Gelişmiş piyasalardaki arbitraj fırsatlarının gittikçe düşmesi, yabancı yatırımcıları yeni pazarlar aramaya itmiştir. Bu etkene gelişmiş ülkelerin büyüme hızının yavaşlaması da eklenince; bu ülkelerdeki yatırımcılar daha dinamik ekonomilere ve daha yüksek büyüme oranlarına sahip olan gelişmekte olan ülkelere yönelmişlerdir. Gelişmekte olan ülkeler açısından son yıllarda ortaya çıkan diğer bir önemli gelişmede; gelişmekte olan ülkelere dolaysız yatırım yerine portföy yatırımlarının fazlaşmış olmasıdır. Bunda ABD faiz oranlarının düşüklüğü sonucu, finans sermayesinin yüksek kazançla birlikte yüksek riskli olan ülkelere kayması önemli olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin serbest piyasa reformlarını gündeme getirmeleri bu gelişmeyi kolaylaştırmıştır. Daha önceleri borç krizine sebep olan borçlanmalarda gelişmekte olan ülke hükümetlerinin güdümünde resmi borçlanmalar vardı. Halbuki serbest piyasa mekanizması düşüncesi içerisinde resmi ve özel ayırt edilmeden piyasalardan borçlanma mümkün olmaktadır.⁵⁰

Gelişmiş ülkelerde faizlerin düşük olması, yatırımcıları yeniden gelişmekte olan piyasalara yatırım yapmaya yöneltti. Yabancı fon akımları başarılı bir ekonomik performans mı ödüllendirmektedir, yoksa yabancı fon akımları sayesinde ekonomik performans başarılı gibi mi görünmektedir? Bu sorunun yanıtı uluslararası riskler açısından son derece önemlidir.

Yabancı fon akımlarının cömert olduğu dönemlerde ekonomik performans kaçınılmaz olarak iyileşmektedir. Çünkü, ekonomideki kullanılabilir mali kaynakların hacmi artmaktadır. Faizler düşmekte, ithalat artmakta ve makro ekonomik performans dünya ortalamalarına yaklaşmaktadır. Yabancı fon akımlarının ürkek olduğu dönemlerde ise, gelişmekte olan ülkelere ya ek kaynak gelmemekte, yada eskiden gelen kaynaklar geri dönmektedir. Yani, fon akımları tersine dönmektedir. Kullanılabilir mali

⁴⁹ http://www.petrol-is.org.tr/2003_CD/03_devlet/govde.htm

⁵⁰ İyibozkurt, a.g.e., s. 228

kaynaklar büyümemekte yada küçülmektedir. Doğal olarak, yükselen faizler ve azalan döviz rezervleriyle beraber ya kriz çıkmakta, yada ekonomik performans bozulmaya başlamaktadır.

Finans piyasaları miyopiktir. Yakın dönmedeki kar fırsatlarını görürler, ama orta ve uzun dönemdeki riskleri ya görmezler ya da görmek istemezler. Bu piyasalarda sürü psikolojisi hakimdir. Birileri belli bir yönde hareket ediyor ve para kazanıyormuş gibi görünüyorsa, herkes aynı yönde hareket etmeye başlarlar. Bu süreç içinde temel ekonomik gelişmeler gözden kaçır, yabancı fon akımlarının yarattığı “gül bahçesi” fon akımlarından bağımsız bir olgu gibiymiş görünür. Daha fazla fon akımı için bir bahane olur.⁵¹

Özellikle 1990'lı yılların ilk yarısında hız kazanan finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu dünya üretim ve ticaretinin çok üzerinde para hareketlerine neden olmuş, bu dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları adeta katlanarak büyümüştür. Belirtilmesi gereken gelişmekte olan ülkelere yönelik bu sermaye akımlarının esas olarak "Yükselen Piyasalar" (Emerging Markets) olarak adlandırılan yaklaşık 20 ülkede (Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Mısır, Hindistan, Endonezya, Malezya, Meksika, Pakistan, Peru, Filipinler, Güney Kore, Güney Afrika, Tayland, Türkiye.) yoğunlaşmış olduğudur.

Tablo.1: Gelişmekte Olan Ülkelerin Ödemeler Dengesi: 1993-2003 (Milyar \$)				
	Cari İşlemler Dengesi	Toplam Sermaye (Net)	Net Resmi S. Akımı	Net Özel S. Akımı
1993	-121	157	49	108
1994	-87	150	25	125
1995	-98	174	31	143
1996	-74	188	8	180
1997	-58	155	23	132
1998	-94	99	43	56
1999	-24	84	31	53
2000	-37	87	33	54
2001	-48	101	41	60
2002	-74	128	48	80
2003	-57	194	49	145

Kaynak: IMF World Economic Outlook, Etdm, 2004.

⁵¹ Ercan Kumcu, “ Yükselen Piyasaların Finansmanı”, **Hürriyet**, 20 Nisan 2004.

Bu süreçte ortaya çıkan sermaye hareketlerinin niteliği de önceki dönemlerden büyük ölçüde farklıdır. Daha önceki dönemlerde ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereğini karşılama işlevini yüklenen sermaye hareketleri, bu işlevinden uzaklaşarak, daha çok arbitraj kazancı kovalayan, spekülasyon nitelikli para hareketlerine dönüşmüştür. Bu nitelik değişimine paralel olarak bu dönemde ortaya çıkan sermaye akımlarının vadesi kısalmış, daha oynak ve hareketli hale gelmiştir.

Bu dönemdeki sermaye akımlarının bir diğer özelliği de akımların resmi kaynaklardan özel piyasalara kaymış olması, ülkelerin resmi kanallardan doğrudan borçlanmasının yerini uluslararası piyasalardan borçlanmanın almış olmasıdır. Bu niteliksel değişimler sermaye akımlarının bileşimini de etkilemiş, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları içinde kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarının oranı hızla büyümüştür. Aşağıdaki tablodan bu niteliksel değişimi izlemek mümkündür.

Tablo.2: Gelişmekte Olan Ünelere Net Sermaye Girişinin Türüne Göre Dağılımı (%)		
	1983-1989	1992-2002
Resmi Sermaye Girişi	54	20
Resmi Kalkınma Yardımı	21	11
Diğer	33	9
Özel Sermaye Girişi	46	80
Doğrudan Sermaye Yatırımları	18	34
Portföy Yatırımları	3	21
Banka Borçlan	16	24
Diğer Özel Kredi	9	1

Kaynak: UNCTAD, 2002.

Sermaye akımlarında bu hızlı ve olağanüstü gelişmeler yaşanırken, serbestleşen, hacmi büyüyen ve karakteri değişen bu sermaye akımlarının ülke ekonomileri üzerindeki etkileri bir diğer deyişle fayda ve zararları da yoğun olarak tartışılmaya başlanmıştır.

Finansal liberasyonu savunan çevreler neo klasik teori çerçevesinde, uluslararası sermaye akımlarının ülke ekonomilerinin kaynak kullanımını genişleteceğini, tasarrufları ve üretime yönelik yatırımları arttıracığını, ve böylece uzun dönemde yatırımların ve

ekonomik büyümenin yükseleceğini ileri sürüyorlardı. Bir başka deyişle istenilen büyüme hızına ulaşmak için yurtiçi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranı yükselerek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere çekilebilecekti. Bu süreç, faiz oranının ülkeler arasında eşitlenmesine yol açarken, rekabetin artmasıyla finansal piyasaların daha verimli çalışacağı, böylece tasarruf sahipleri ve yatırımcılar için daha iyi olanaklar sağlanacağı ve nihayet piyasaların doğru politikaları ödüllendirip yanlış politikaları cezalandırması sonucunda hükümetlerin daha disiplinli ve etkili ekonomik politikalara yöneleceği bu çevrelerde savunulan diğer görüşlerdir.

Bu yaklaşımı eleştirenlere göre, finansal liberalizasyonu savunan görüşler iki temel varsayımdan yola çıkmaktadır. Bunlardan birincisi rekabetçi piyasaların etkin çalıştığını, ikincisi ise finansal piyasaların etkin çalıştığını kabulüdür. Dışsallıklarının olmadığı, ekonomilerin her zaman dengede olduğu tam rekabet koşullarını esas alan Pareto Optimalitesi, bu koşulların geçerli olmadığı durumlarda anlamını yitirirken, finansal piyasaların etkin çalışmaması, bu piyasaların tasarruf ve yatırımlardan bağımsız hareket etmesi günümüz piyasaları için daha geçerlidir. Liberalizasyon sürecinde finans piyasaları tasarruf ve yatırım kararlarını uyumlu hale getiren aracılık işlevinden uzaklaşmış, kısa vadeli sermaye hareketlerinin oyun alanı haline gelmiştir. Ayrıca ampirik gözlemler, finansal liberalizasyonu savunanların ileri sürdüğü gibi gelişmekte olan ülkelere akan sermaye miktarı arttıkça bu ülkelerdeki yatırımların getirisinin gelişmiş ülkelerin düzeyine inmediğini, yatırımların getirişi arasında bir yakınlaşma eğiliminin ortaya çıkmadığını göstermektedir.⁵²

Gelişen sermaye piyasaları, gelişmiş piyasalara kıyasla daha sığ piyasalardır. Bu piyasalarda işlem gören şirket sayısı, işlem hacmi, gelişmiş piyasalara göre daha azdır. Büyük miktarda alım-satım emirleri gelişen piyasaların derinliği fazla olmadığından; fiyat hareketlerinde ani iniş ve çıkışlara yol açmaktadır. Ulusal piyasalarda olabilecek herhangi bir değişiklik bu piyasalarda çok büyük dalgalanmalara yol açabilmektedir. Zaman zaman yaşanan ekonomik istikrarsızlıklar da, dalgalanmalara neden olmaktadır.

Gelişen piyasalarla, gelişmekte olan piyasalar arası korelasyon katsayısının göreceli olarak düşük olması, portföy çeşitlendirilmesine olanak sağlamaktadır.

⁵² Aysu- İnsel ve Nesrin Sungur, **Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri** (İstanbul: Marmara Üniversitesi İİBF Yayınları, 2000). s. 4-5.

1.2. Uluslararası Fon Hareketleri ve Gelişmekte Olan Ülkeler

Gelişmelere tarihsel bir perspektifle bakıldığında hükümetlerin, geleneksel olarak, ithalata fiziki kısıtlamalar getirdiği, vergiler koyduğu, sermaye hareketlerini kısıtlamaya çalıştığı, ihracata ise teşvikler vermiş olduğu, uygulanan bu politikaların, ülkeler arasında duvarlar oluşması ile sonuçlandığı görülmektedir. İkinci Dünya Savaşından sonra ise, yeni trend çerçevesinde, bu duvarların önce gevşetilmesi, daha sonra ortadan kaldırılması aşamaları yaşanmış, 1980'li yıllardan sonra ise planlı ekonomilerin çökmesi ve bu ülkelerde serbest piyasa ekonomisine geçilmesi ile beraber uluslararası serbest piyasa ekonomisi oluşmaya başlamıştır.⁵³

1.3.Gelişmekte Olan Sermaye Piyasalarında Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler

Uluslararası yatırımcılar, yeni gelişen sermaye piyasalarında daha yüksek büyüme potansiyelinde ve arbitraj imkanlarından yararlanmak amacındadır. Bu amaçla portföy çeşitlendirilmesi yaparken gelişen ülke piyasalarındaki menkul kıymetleri portföyelerine dahil eder.

Gelişen sermaye piyasalarında hisse senetleri fiyatlarının gerçek değerinin altında işlem gördüğünü söylemek mümkündür. Gelişen sermaye piyasalarının piyasa değerlerinin Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya (GSYİH) oranı gelişmiş ülkelerinkine oranla düşüktür. Gelişen piyasalar için %26 olan bu oran, gelişmiş piyasalar için %67'dir. Uluslararası sermaye piyasalarındaki gelişmeler hem uluslararası ekonomiyi hem de ulusal sermaye piyasalarını etkilemektedir. Sermaye piyasasını uluslararası sermaye piyasasına entegrasyonunun sağlanması, piyasalar arası iletişimin kurulması, yabancı yatırımcıların ulusal sermaye piyasasına çekilmesi gibi sorunlar hep devlet müdahalesi ile çözülür.⁵⁴

Yatırımcılar gelişen sermaye piyasalarında portföy yatırımı yapmadan önce, siyasi istikrar, hukuki düzenlemeler ve ekonomi politikalarındaki serbestleşme unsurlarını göz önüne alırlar.

⁵³ Alp , a.g.e., s. 4.

⁵⁴ Melikşah Yasin, **SPK ve İşlemleri** (Birinci Basım,Ankara:Seçkin Yayıncılık, Ağustos 2002). s.44.

1.3.1. Siyasi İstikrar

Uluslararası yatırımcıların gelişen bir sermaye piyasasında yatırım yapması aşamasında, ülkenin siyasi yapısı ve istikrarı önem kazanır. Çünkü, yatırım kararında üstlenmek zorunda kalacakları ülke riski ülkenin ve içinde bulunulan bölgenin ekonomik, siyasi ve sosyal risklerinin bir bütünüdür. Yatırım yapılacak ülkenin siyasi sorunları ve bozuklukları yabancı sermayeye güvensizlik ortamı ifade edeceğinden, olumsuz etki yapar ve sermaye, başka istikrarlı siyasi yapıya sahip alternatif ülkelere kaçar. Siyasi sebeplerden dolayı yüksek vergi uygulamaları, yatırım oranına ilişkin sınırlamalar ve transfer kısıtlamaları yabancı yatırımcıları olumsuz yönde etkiler. Siyasi istikrar aynı zamanda devlet politikalarının sürekliliğini de kapsar. Sık sık iktidar değişimlerinin sonucunda ülke politikalarındaki istikrarsız değişimler, ilgili ülkeye olan uluslararası güveni azaltır. Örneğin Meksika’da, yabancı yatırımların düzenli bir şekilde artmasının temel nedenlerinden birisi de, aynı partinin uzun yıllardan beri iktidar olması ve istikrarlı ortamın devam ettirilebilmesidir.⁵⁵

1.3.2. Hukuki Düzenlemeler

Finansal piyasalarda serbestleştirme akımı, serbest piyasaların devlet kontrolü altındaki piyasalardan daha etkin olduğu tezinin dünyada hızla kabul görmesiyle ivme kazanmıştır. Hukuki düzenlemeler de bu serbestleşme hareketleri içerisinde yeniden yapılanmıştır. Devletler, piyasaların etkin bir şekilde çalışmasında yürütücü konumlarını denetleyici konuma dönüştürmüşlerdir.

Uluslararası piyasalarla bütünleşmekte olan yeni piyasalar hukuki yapılarını geliştirmiş piyasaların hukuki düzenlemeleriyle uyumlu hale getirmelidir. Gelişmiş ve yeni gelişen piyasalarda yapılan hukuki düzenlemelerle finansal hizmetlerin liberalizasyonun sağlanması çalışmalıdır. Özellikle finansal aracı kurumların uluslararası piyasalarda faaliyet göstermelerine ilişkin uygulamada var olan kısıtlamaların kaldırılması, piyasaların bütünleşmesinde etkin rol oynamaktadır. Bu çerçevede, uluslararası yatırımcılar kendi ülkelerindeki herhangi bir aracı kurum vasıtasıyla dış yatırımlara güven içerisinde yönelebilmektedir.

⁵⁵ İMKB, a.g.e., s.50.

Gelişmekte olan ülkeler uluslar arası portföy yatırımlarından önemli bir payı kendi ülkelerine çekebilmek amacıyla, hem yabancı yatırımcının piyasa hakkında tam ve doğru olarak aydınlatılması, hem de işlem yapmalarına ilişkin güçlüklerin en aza indirgenmesi yolunda bir takım hukuki düzenlemelere gitmektedir. Bu düzenlemeler yatırımcıların gelişen piyasalara olan güvenlerini artırıcı niteliktedir.

Piyasa etkinliğinin sağlanması amacıyla getirilen düzenlemeler ana hatlarıyla; işlem standartlarında gelişmiş piyasalara uyum, muhasebe sistemlerinde açıklık ve yeknesaklık, türevsel finansal ürünler, bilgiyi içeriden öğrenenlerin ticareti ve piyasa manipülasyonlarının önlenmesi, bilginin en kısa sürede ve doğru dağılımı gibi konulardır.

Gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırımcılara ilişkin teşvik edici düzenlemelerin getirilmesi, kurumsal yatırımcıların uluslar arası portföy yatırımlarının artmasında etkili olmaktadır. Kısa vadeli yatırımlar ve portföy yatırımlarında, yabancı yatırımcıların en çok üzerinde duracakları konu, kamuyu aydınlatma ile ilgili standartların oluşturulup oluşturulmaması ve oluşturulmuş olması halinde etkin işleyip işlemediğidir. Yabancı yatırımcıların, piyasaları ve şirketler kesimini yerel yatırımcılar kadar bilmemesi, bu yatırımcıları tamamen ilgili kesimler tarafından açıklanan bilgilerle baş başa bırakmaktadır. Burada kamuya açıklanan bilgilerin tam ve doğru olması ve bunların uluslararası standartlarla paralellik göstermesi, yabancı yatırımcıların bunları güvenerek kullanmasına yol açacaktır. Her şeye rağmen karşılaşılan sorunlar konusunda, gerek kamusal idarelerin sorunun çözümüne yaklaşımı ve gerekse yargı sisteminin etkin işleyişi, yabancı yatırımcıların kararlarında önemli rol oynayacaktır.⁵⁶

1.3.3. Ekonomi Politikalarında Serbestleşme

Ekonomi politikalarındaki serbestleşme sonucunda gelişmekte olan ülkelerde, net özel yabancı yatırımı 1986'da 20 milyar Dolar iken, 1993'te 120 milyar Dolara yükselmiştir. Bu yatırımların önemli bir kısmı kamu iktisadi teşekküllerinin özelleştirilmesinden sağlanmıştır.⁵⁷

⁵⁶ Alp, a.g.e., s.127.

⁵⁷ İMKB, a.g.e., s.52.

1.3.3.1. Uluslararası Piyasalara Entegrasyon

Gelişen sermaye piyasaları uluslararası piyasalarla bütünleşme ve yakınlaşmaya başladıkça, uluslararası yatırımcıları daha fazla çekecektir. Bu entegrasyonun gerçekleşebilmesi için kambiyo ve sermaye kısıtlamalarının kaldırılması, finansal piyasalarda serbestleşmeye gidilmesi ve özelleştirme yoluyla sermaye piyasalarının likiditesi ve derinliğinin artırılması gerekmektedir. Ekonomik reformlar yoluyla, portföy girişi artacak, gelişen sermaye piyasalarının global finans sistemine entegrasyonu kolaylaşacaktır. Gelişmekte olan ülkeler özellikle bölgesel ekonomik bütünleşmeyle globalleşmeye doğru adım atmaktadır.⁵⁸

1.3.3.2. Kambiyo ve Sermaye Kısıtlamalarının Kaldırılması

Gelişmekte olan piyasalarda kambiyo ve sermaye hareketlerine ilişkin kısıtlamaların kaldırılması serbest piyasa koşullarının sağlanması açısından gerekmektedir. Ülke ekonomisinin dışa açılmasında kullanılan para biriminin tam konvertibl hale getirilmesi öncelik taşımaktadır. Ancak, uygulamada ülkeler özellikle mali politikaları gereği merkez bankası aracılığıyla kambiyo işlemlerine müdahale edebilme kabiliyetini kaybetmek istemezler.

Uluslararası yatırımcılar bakımından, kambiyo düzenlemeleri yabancı portföy yatırımlarındaki döviz riskini analiz edilmesinde önem kazanır. Gerek kambiyo işlemlerinin zorluğu gerekse para birimlerindeki ani değer kayıpları yine bu kapsam içinde ele alınır. Bütün bunları ele alarak, gelişmekte olan ülkeler kambiyo kısıtlamalarının ötesinde sermaye giriş ve çıkışlarındaki her türlü kısıtlamaları kaldırmaktadır. Meksika'da 1989 yılında yabancıların borsa doğrudan hisse senedi işlemlerine izin veren yasanın çıkarılmasıyla üç yıl içerisinde yabancıların hisse senedi alımları 7 milyar Doları bulmuştur. Yabancı yatırımcıların yatırım yapacakları ülke ile ilgili olarak en çok üzerinde duracakları konuların başında ilgili ülkelerin izledikleri döviz politikası ve döviz kurları gelmektedir.⁵⁹

⁵⁸ İMKB, a.g.e., s.52-53.

⁵⁹ Alp, a.g.e., s.126.

1.3.3.3. Finansal Piyasalardaki Serbestleşme

Hükümetlerin serbestleştirme programları, hisse senedi talebini artırmakta ve gelişmekte olan piyasaları daha derin ve likit bir piyasa haline dönüştürmektedir. Kambiyo ve sermaye kısıtlamalarının da kaldırılmasıyla birlikte özelleştirme çalışmalarının yoğunluk kazanması, finansal piyasalardaki serbestleştirmeyi tam anlamı ile desteklemektedir. Serbest ekonominin reel anlamda işlerlik kazanması ile devlet, ekonomide düzenleyici rol üstlenmekte ve piyasa mekanizması kendi içinde işlerlik kazanmaktadır. Yabancı sermaye yatırımlarına olan kısıtlamaların kaldırılmasıyla ve önde gelen şirketlerin uluslar arası ihraçlarıyla, bir ülkenin yatırımcı tabanı genişlemektedir.

Uluslararası piyasalara entegrasyonun sağladığı faydalar yanında, üstlenilmek zorunda olunan maliyetlerde mevcuttur. Kapalı bir sistemden açık bir sisteme geçiş, ekonomik açıdan artan bir duyarlılığı beraberinde getirir. Makro ekonomik dengelerde meydana gelen herhangi bir kriz durumunda sermaye ve kambiyo kısıtlamaları kontrol aracı olarak kullanılamayacağından, ülkeler serbestleşmeye gitmeden önce ekonomik istikrar sağlama çalışmalarını tamamlamış olmalıdır.⁶⁰

1.3.3.4. Özelleştirme Çalışmaları

Kamu İktisadi Teşekküllerin özelleştirilmesi hisse senetlerinin uluslar arası dağılımını artırıcı bir etki yaratabilir. Amacına uygun, doğru bir özelleştirme, rekabeti ve etkinliği artırır; sermaye piyasalarında likidite ve etkinlik sağlar. Mali dengesizlikleri gidermek yada mali gelirleri arttırmak veya yabancı sermayeyi çekmek gibi temel bir amaç gütmaz. Özelleştirmenin sebebi, ekonomide doğru teşvikler oluşması için güçlü bir özel sektör yaratmaktadır. Ekonomi dışı açılınca, verimsiz sanayiye koruyan yüksek gümrük duvarları kalkar, aynı şekilde teşvik görünümündeki krediler azalır. Gümrük tarifelerinin indirilmesi sonucunda malların serbestçe alınıp satılması, ekonominin özelleştirilmesi ve entegrasyonu açısından önemlidir.⁶¹

⁶⁰ İMKB, a.g.e., s.54-55.

⁶¹ TÜSİAD, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Özelleştirme Uygulamaları Sempozyumu**, Yayın No: TÜSİAD-T/93, 11-163, s. 55.

Özelleştirmenin ön koşullarından biri öncelikle makro ekonomik ve siyasi gerekleri yerine getirmektir. Özelleştirme öncesinde kamu kuruluşlarında ne şekilde iyileştirmelere gidileceğinin belirlenmesi gerekir. İstikrarsız bir ortamda özelleştirme sürecini devam ettirmek oldukça zordur. Bunun için uygun bir istikrar programı ve yapısal reformların uygulanması gerekir. Özelleştirme sonucunda elde edilen gelirlerin kullanım şeklide ayrı bir önem taşır.

Sermaye piyasasının gelişmesi için menkul kıymet sunumunun yeterli olması ve bunlara halkın tasarruflarının yönlendirilmesi gereklidir. Ancak gelişmekte ve az gelişmiş ülkelerde yeterli menkul kıymet arzı sağlanamadığından devletin menkul kıymet arz ederek sermaye piyasasının hareketlendirilmesi gerekmektedir. İşte özelleştirme kamunun mülkiyetindeki iktisadi işletmelerin paylara bölünerek hisse senedi şeklinde satılması ve mülkiyet hakkının şahıslara devredilmesi ile sermaye piyasası güçlendirilecektir.

Devletlerin sahip oldukları işletmelerin hisse senetlerini büyük borsalarda satışa sunmaları büyük yatırımcıyı ülkeye çekerek döviz girdisi sağlayacaktır.⁶²

1.4. Makro ekonomik Dengelerde İstikrar Hedefleri

Gelişen sermaye piyasalarında uluslar arası portföy yatırımlarını arttırmak için istikrarlı, büyüme yanlısı makro-ekonomik politikalar izlenilmesi son derece önemlidir. Bu politikalarda amaç, düşük enflasyon ve istikrarlı bir döviz kurumu sağlamaktır.

İstikrarı sağlamak ve makro dengeleri kurmak için atılacak ilk adımlardan biri mali açıkların kapatılmasının sağlanmasıdır. Mali açıkların azaltmanın birinci yolu, harcamaları kısmak ve gelirleri arttırmaktır. Harcamaları kısım, gelirleri arttırmak için kamu harcamalarını azaltmak, vergi sistemini basitleştirmek ve özellikle vergi kaçaklarını önleyici denetim mekanizmalarına işlerlik kazandırılmasını gerektirir.

Ekonominin daha verimli olmasında piyasayı düzenleyen, ihracatın artmasını sağlayan dinamikler, özelleştirme gibi yapısal değişimlerdeki başarıya bağlıdır. Makro-ekonomik istikrar açısından bakıldığında mali durum, bununla ilgili olarak kamu kuruluşları ve bu ikisinin sonucu olarak özelleştirme etkin rol oynar. sadece istikrar

⁶² Çetinkaya, a.g.e., s.174.

değil, ekonomiyi dünyaya entegre etmek için gerekli olan yapısal reformların da yapılması ve başarı sağlanması ülke ekonomilerinin gelişim düzeyini artıracak ve dünya ekonomik bütünleşmesine katılımı hızlandıracaktır. İstikrar ve ekonomik büyümede yeterli tasarruf birikiminin sağlanması gerekmektedir.

Latin Amerika'da döviz kurları ve fiyatlarının dengede tutulması için uygulanan istikrar programları yabancıların hisse senedi piyasalarındaki işlemlerini artırmaktadır. 1987'de Meksika ve Şili'de uygulanan istikrar programları enflasyon ve bütçe açığını düşürücü ve döviz kurunu istikrara kavuşturucu bir etki yapmıştır.

Latin Amerika ülkelerinden Arjantin'den mali politikaların uygulanmasında; Arjantin'de pezonun sürekli değer kaybını önlemek amacıyla konvertibiliteye geçilmiştir. 1 ABD Doları 1 Pezoya eşitlenmiştir. Ekonominin monetarizasyonu artmaya başlamış ve Merkez Bankasının rezervleri iki yıldan az bir süre içerisinde 2 milyar ABD Doları seviyesinden 12 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. Cari mevduat hesapları da aynı sürede 2 milyar ABD Dolarından 12.5 milyar seviyesine çıkmıştır. Bu süreçte ithalatın artmasına rağmen ihracatta bir azalma görülmüştür. Fakat de-regülasyon ve özelleştirme süreci içerisindeki faaliyet ve finansal maliyetlerde bir azalma kaydedilmiştir. İstikrarlı ekonomi ve para politikaları sonucunda, enflasyon tek haneli rakamlar seviyesine düşürülmüştür.⁶³

1.5. Gelişmekte Olan Ülkelerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri

Kısa vadeli sermaye hareketleri , yeni gelişen ülkeye borçlanma yoluna gitmeden ihtiyaç duyduğu fonları sağlama olanağı vermektedir. Borçlanmanın getireceği faiz yükünün üstlenilmeyecek seviyeye ulaşması nedeniyle; yabancı portföy yatırımları yoluyla sağlanan fonlar, ödemeler dengesine olumlu katkı sağlamaktadır. Bu fonlar ülke ekonomisinde ucuz bir finans kaynağıdır. Aynı zamanda bu fonlar ülkenin büyüme hızının sürekliliğine de olumlu katkıda bulunur. Ancak GOÜ'lerin çoğunda finansal serbestleşme hareketleri sonucunda dışa açılma politikaları uygulanırken ülke ekonomilerinde hızlı para girişi ve çıkışı yaşanmış ve bu süreç sonunda, ülkeler kendilerini yoğun bir borç bunalımında bulmuştur.

⁶³ TUSİAD, a.g.e., s.61.

Geleneksel düşünceye göre, GOÜ’lerde yurtiçi serbestleşme sonucu, faiz hadleri yükselince; bunun hem ülkede tasarruf oranını yükselteceği hem de yabancı sermayenin GOÜ’lerce cazip hale getirileceği öngörülmektedir. “yabancı sabit sermaye yatırımları faize değil karlı görülen iş alanına yönelir. Yabancı portföy yatırım kararında ise ülkelerarası faiz karşılaştırmasının yanı sıra kar değişim beklentisinde rol oynadığından, küçük faiz hadleri kendi başına yabancı sermaye plasmanlarını cazip hale getirmez. Ancak bir GOÜ, uluslararası finansal kurumların telkin ettiği serbestleştirme politikalarını uygulayınca, uluslararası finans kuruluşları kredi açmaktadır. Büyük ticari bankaların fazla likitlerinin bulunması halinde GOÜ devletinin ve özel kuruluşların borçlanma talepleri karşılanmakta ve sonuçta bu ülkelere finansal serbestleşme sonrasında büyük yabancı sermaye girişi gözlenmektedir. Bu da yerli paranın aşırı değerlenmesine sebep olmaktadır. Yerli paranın değerlenme eğilimine karşı bir politika seçeneği, ithalatı artırmaktır. Doğrudan yabancı yatırımlar sermaye malı ithalatı gerektirdiğinde bu problem ortaya çıkmaz veya hafifler. Kalkınmaya yönelik yatırım malları ithalatını artırmak, sermaye girişinin değerlendirilmesinin en akılcı yoludur. Sermaye girişlerini; ekonomideki verimi ve ihracatın gücünü artırmada kullanmak ekonominin borç ödeme gücünü artırır ve gelecekteki dış şoklara karşı ekonomiyi güçlü kılabilir.⁶⁴

Yeni gelişen ülkelere yapılan yoğun yabancı sermaye yatırımları ilgili ülkelerin makro-ekonomik politikalarının uygulanmasını güçleştirici sorunlara sebep olabilmektedir. Özellikle finansal kriz zamanlarında portföy yatırımları ülkelerin para ve döviz politikalarında problemleri ağırlaştırabilmektedir. Yabancı portföy yatırımları, ülkelerin döviz rezervlerinde yoğun baskı yaratabilmektedir. Uluslar arası yatırımcılar ikincil piyasalarının sağladığı likiditeyle, sahip oldukları menkul kıymetleri büyük miktarda satıp, elde ettikleri geliri ülkelere geri transfer edebilmektedir. Döviz rezervlerinin erimesine yol açabilecek bu hareket, özellikle küçük ölçek ekonomilerine sahip ülkelerde krizsel sorunlar yaratabilmektedir. Sabit döviz kuru oynamaları yerine değişken döviz kur politikası uygulamaları bu tür sorun ve baskıları hafifletebilir.

Ülkeler ekonomik reformlarını tamamlamadan önce, yabancı sermaye giriş ve çıkışlarında tam bir serbesti sağlanması ve dolayısıyla makro-politik enstrümanlarını

⁶⁴ İzzettin Önder, **Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı Politikaları**, (Birinci Basım, İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1993) s. 90.

etkin kullanamamaları halinde, döviz kurundan kaynaklanan dengesizliklerin sonuçlarını da katlanmak zorunda kalacaklardır. 1970'lerde Arjantin, Şili ve Uruguay faizlere uyguladıkları tavanı ve sermaye kısıtlamalarının çoğunu kaldırmışlardır. Bu liberalizasyon uygulamalarının sonucunda, reel faizler %30'lara kadar yükselmiş, Arjantin yabancı sermaye akımına uğramış, bu da ülkelerin döviz kurlarının değerlendirilmesine yol açmıştır. 1977'nin ilk çeyreğiyle, 1981'in ilk çeyreği arasında, Arjantin'in ticari ağırlıklı döviz kuru reel olarak, üç kat değer kazanmıştır. Daha sonra ilgili ülkeler ödemeler dengesi açıklarının giderek büyümesi sonucunda yaptıkları liberalizasyonları yavaşlatmak zorunda kalmışlardır.

Yabancı sermaye hareketlerinin kısa vadeli, spekülatif amaçlara yönelik olması sıcak para olarak adlandırılan sermaye faiz çıkışlarını hızlandırmaktadır. Bir başka ifadeyle, sıcak para, faiz hareketi ve kur beklentisine bağlı olarak ülkelere girip, çıkmaktadır.

Diğer taraftan ülke ekonomilerinde para arzı politikaları enflasyonla mücadele için en etkili araçlardan biri olarak kullanılmaktadır. Aktif bir tahvil piyasasının varlığı, özel sektörün paraya benzer özellikler taşıyan borçlanma senetlerinin ihraç edebilmesine imkan vermekte ve dolayısıyla hükümetlerin para arzı kontrollerini azaltıcı rol oynamaktadır. Hükümetler özel sektör borçlanma senetlerine olan ilgiyi azaltmak suretiyle para arzını azaltmakta, devlet borçlanma senetlerinin faizlerini yükseltebilmektedir. Ancak bu politika tasarrufları yatırımlar yerine rantiyeye yöneltebilmekte ve de en önemlisi yabancı sermayenin o ülkenin para birimine ilgisi arttırarak, sıcak paranın döviz kuru dengelerini bozmasına yol açabilmektedir. Bu tür bir gelişmenin getireceği ekonomik sorunları engelleyebilmek için gelişmekte olan ülkelerin sermaye kısıtlamalarını kaldırmadan önce, düşük enflasyon ve makro-ekonomik istikrarı sağlamaları, daha sonra finansal serbestleşmeye gitmelerinde yarar vardır. Yabancı sermayenin giriş-çıkışının ülke ekonomisinde yaratabileceği dalgalanmaları önleyebilmek, yapılan finansal reformlarda sistematik amaç ve uygun politikaların takip edilmesine bağlıdır.

Bu yönde ilk olarak bütçe açığının kapatılması, deflasyonist politikalar izlenmesi ve ekonomik istikrarın sağlanması gerekmektedir. Ekonomideki istikrarı ticari reformlar takip etmelidir. Bu aşamadan sonra döviz ve sermaye giriş- çıkışlarının kontrolünde

serbesti sağlanmasının ekonomiye sorun yerine katkı sağlayacağını beklemek daha doğru olacaktır. Ekonominin ve finansal piyasalarının doğal gelişimini takiben, kısıtlayıcı engellerin kaldırılması temel amaç olmalıdır. Mali alan içerisinde sermaye piyasalarının kurumsal ve yasal altyapısının hazırlanması piyasaların etkin işleyiş mekanizmasına sahip olması yönünde yapılacak diğer gereklilikler arasında yer alır.

Yeni gelişen ülkelerde sermaye giriş-çıkışlarının serbestleştirilmesi uygulanacak ekonomik reformların en son aşamasında oluşturulmalıdır. Bütçe açığı kapatılmadan, yüksek enflasyon oranı düşürülmeden ve ticarete rekabet edebilecek düzeyde tam serbesti sağlanmadan önce uluslar arası sermaye hareketlerinde tam bir serbestiye gidilmesi ülkelere faydadan çok zarar getirebilecektir.

Ancak bütçe açığının dengelenmemesi durumunda, sermaye giriş-çıkışlarının kontrollerinin kaldırılması, o ülkenin para biriminin değerlenmesine yol açabilmektedir. Düşük kur, yüksek faiz ikili politikası yüksek bir faiz beklentisi oluşturarak, büyük ölçüde yabancı sermaye girişi sağlayabilmektedir. Düşük kur politikası, ihracatı köstekleyip, ithalatı pompalar ve böylece, ithalat ve cari açık artar. Ülkeye olan sermaye akımı devam edeceğinden, hükümetler daha kolay borçlanabilecektir. Böylece bütçe açığı daha da büyüyecektir. Bütçe açığını kapatmada kullanılan politikalar popülist olmadığı için, hükümetler oy kaygısıyla bu politikaları kullanmayı ertelemektedir. Ancak muhtemel finansal krizlerin ortaya çıkmasına zemin hazırlayacak bu tür politikalar daha çok zararlara sebep olabilmektedir.

Ticari reformların yapılmamış olması yabancı sermayeyi verimsiz yatırımlara yöneltebilmektedir. Sektörlere ilişkin korumacı politikaların uygulanması çimento sektörü için o ülke koşullarında karlı, ama dünya kıstaslarına göre son derece verimsiz yatırımlar yapılması yabancı sermayenin sadece rant sağlamak amacıyla sektöre yatırım yapmasına neden olacaktır. Yabancı sermaye doğrudan ya da o sektörün hisse senetlerinin satın alınması yoluyla gelmiş olabilir. Yapılan yatırımlar, yatırım yapılan ülkenin fiyatlarıyla kazanç sağlayacağından uluslar arası pazardaki fiyatlar ve maliyetler göz önüne alındığında, yatırım yapılan bir ülke açısından zarar söz konusu olacaktır.⁶⁵

⁶⁵ İMKB, a.g.e., s.60-62.

1.5.1.Gelişmekte Olan Piyasalara Fon Akışı

15 Nisan 2004 tarihinde Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) tarafından yazılan bir raporda 2004 yılında Türkiye'nin de içinde yer aldığı gelişmekte olan piyasalara gelecek fon miktarları ve etkileyecek faktörler tartışılıyor. Rapordan bazı önemli tahminler şöyle: ⁶⁶

- (1) Artan büyüme beklentileri ve düşük faiz ortamının etkisi ile 2002 yılında 128, 2003 yılında 194 milyar dolar olan net fon akışı 2004 için 226 milyar dolar olarak tahmin ediliyor.
- (2) Bu miktarın 114 milyar doları doğrudan yatırım, 33 milyar doları hisse senedi portföy yatırımı olacak.
- (3) Türkiye düşen faizlerle birlikte cazip hale gelen borsası ile gelişmekte olan Avrupa borsalarına gelmesi beklenen 1.7 milyar dolarlık portföy yatırımının yaklaşık yarısını çekecek.
- (4) Türkiye'de düşecek olan faiz oranları ve işsizlikle birlikte yatırım talebinde ve tüketimde artış gözlenecek ve büyüme oranı yüzde 6'ya ulaşacak.
- (5) Türkiye'de artan ithalat hızlı bir cari açık artışına yol açarken, özelleştirmenin hızlanması fon akışına olumlu katkı yapacaktır.

1.6. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Etkileri : Küresel Mali Krizler

1990'ların ikinci yarısında GOÜ'lerde gerçekleşen finansal krizler ve kriz sonrası makro düzeyde gerçekleşen değişiklikler özel ilgiyi hak etmektedir. 1995 Meksika krizi, 1997 Güneydoğu Asya krizi ve bunu izleyen yıllarda Rusya, Arjantin ve nihayet Türkiye'de meydana gelen krizler ortaya çıkış mekanizmaları ve sebepleri itibari ile daha önce yaşanan krizlerden pek farklı değildir. Bununla beraber bu krizlerin öncekilerden ayırt edici özellikleri; krizlerden sonra uygulanması gereken ekonomik politikalar konusundaki görüşlerin değişmiş olmasıdır. Bu değişikliklerin en önemli kısmı, kur politikalarından gelmektedir. Daha önceki tarihlerde GOÜ'lerde yaşanan

⁶⁶ Oğuz Büktel, Blok Satışların Borsaya Etkisi, **Vatan**, 19 Nisan 2004.

finansal krizlerden sonra ya çıpa uygulamalarına yada kontrollü kur politikası uygulamalarına yer verilmiştir.⁶⁷

Mali krizlerle karşı karşıya kalan bazı ülkeler “döviz kuru çıpasına dayalı anti enflasyonist istikrar programı” modelini uygulamışlardır. Bu uygulamaların ortak özelliği, hızlı bir canlanma aşamasını izleyen bir daralma sarkacını içermesidir. Sermaye girişlerinden kaynaklanan ve yerli paranın değerlenmesi ile desteklenen canlanma, cari işlem açığını büyütür, açığın sürdürülemez olduğu anlaşıldığı andan itibaren daralma konjoktürü başlar, açığın görelî büyüklüğü ne kadar fazla ise daralmanda o derece derin olur. Daralma konjoktürü büyük boyutlu sermaye çıkışları ile birleşirse, bir finansal kriz de gündeme gelebilir.⁶⁸

GOÜ’leri vuran finansal krizlerin ve bunu izleyen “ekonomik çöküntülerin en önemli nedenlerinden sayılan sermaye hareketleri serbestliğı tartışılmaya başlanmış ve özellikle sıcak parada denilen kısa vadeli sermaye hareketlerinin ne derece önemli olduğu araştırmalarda konu olmaya başlamıştır. Sermaye hareketliliğı serbestliğı başlangıçta ön görüldüğünün aksine sermaye birikimi düşük ülkelere paranın bol olduğu ülkelerden para akışı sağlamaktadır. Üstelik yüksek faizlerle ülkeye gelen yabancı sıcak para, yurt dışına kaynak aktarır.⁶⁹

Finansal krizin etkilerine bakıldığında, eğer bir ülkede döviz kuru sabit veya yarı sabit bir kur politikası gereğı denge gereğinden sapsa; finansal aracılarn kısa vadeli ve döviz cinsinden borçları ve uzun vadeli yerli para cinsinden alacakları varsa, banka bilançoları geri dönmeyen borçlarla bozulmuş durumdaysa, bankaların ödeyememe ve organizasyon bozukluğu sorunları var demektir. Böyle bir durumda parlayan devalüasyon finansal şokların büyüklüğünü şiddetle artırmaktadır.

Kur üzerinde spekülative bir atak ortaya çıktığında politika seçenekleri iklim yaratır. Kuru korumak için faiz oranlarını kullanmak, örneğın faiz oranlarını düşürmek, dövize saldırıyı arttırırken; faiz oranlarını yükseltmek de borç yükünü ağırlaştıracak bankacılık sektörünü daha da kötü duruma düşürmektedir.⁷⁰

⁶⁷ E. Alpay İnan, “Finansal Krizler, Serbest Kur ve Ekonomik Büyüme”, **Türkiye Bankalar Birliğı Bankacılar Dergisi**, Cilt.13,Sayı.41,(Haziran 2002), s.51.

⁶⁸ Korkut Boratav , “Dalgalı Kur ile Daraltıcı Politikalar Kabul Edilmemeli”, **Ekonomik Forum Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 3, (Mart 2001), s. 19.

⁶⁹ Ege Cansen, “Sermaye Hareketleri”, <http://www.hurriyetim.com.tr/>, (24 Ekim 2002), s.1.

⁷⁰ Turan Yay, G. Gürkan Yay ve Ensar Yılmaz, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, (İstanbul: İTO yayınları, Yayın No:47,2001), s.26.

1.6.1. Meksika Krizi ve Spekülasyon

Latin Amerika ülkelerinden Meksika, Aralık/1994 tarihinde para biriminde ortaya çıkan büyük çöküş ile sarsılmış, kriz konusundaki beklentişlerin artması üzerine 20 Aralık 1994 tarihinde ulusal para birimi pesoyu devalüe etmek zorunda kalarak finansal bir krizle karşılaşmıştır.

1994 yılında Meksika'da yaşanan krize bakıldığında temel nedenin, 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında olumlu konjonktürün etkisiyle ülkeye gelen çok kısa dönemli sıcak paranın, değerlenmiş kur, yüksek cari ödemeler açığı, özel tasarruflardaki düşme ve politik istikrarsızlıkları görerek ülkeden çıkmaya başlaması olduğu görülmektedir. 1990-1993 arası dönemde ülkeye özel yabancı sermaye girişi 72.5 milyar dolar düzeyine çıkmıştır. 1994 yılına girildiğinde kimse bir kriz öngörmemiştir. Aksine 1993 sonunda NAFTA'ya girişin Amerikan Kongresi'nde onaylanması ile birlikte yabancı sermaye ile ilgili beklentiler daha fazla artmıştır. Ancak 1994'ün sonuna doğru oluşan panik havası ile ülke döviz rezervleri 26 milyar dolardan 6 milyar dolara gerilemiştir. Bu olayı büyük bir devalüasyonun takip etmesi ise finansal krize ortam oluşturmuştur.⁷¹

1.6.2. Güneydoğu Asya Krizinde Spekülasyon ve Sonuçları

1990'ların başından beri Avrupa ve Japonya'da devam eden zayıf büyüme, cazip yatırım imkanlarını mevcut tasarrufların gerisinde bırakmıştır. Büyük miktarlara ulaşan özel sermaye akımları, yüksek getiri bekleyen uluslararası yatırımcılar tarafından mevcut riskler göz önüne alınmadan, yükselen yeni pazarlara kaydırılmıştır.⁷² Güneydoğu Asya ülkelerine böylesine büyük miktarlarda kısa süreli yabancı sermaye girişi, yerli mali varlıkların fiyatını yükseltmiş ve finans piyasalarında suni ve spekülasyona açık bir kabarmaya sebebiyet vermiştir.

Bu nedenle bölgeye akan yabancı kaynakların bölge ülkeleri paralarının aşırı değerli hale gelmesine ve bu politikanın belli bir süre sürdürülebilmesine imkan sağladığı bilinmektedir. Ancak sınır tanımayan ve gün geçtikçe globalleşen uluslararası

⁷¹ Şakir Dorukkaya, H.Hakan Yılmaz, "Liberalizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler" (Şili ve Meksika Deneyimleri), **Yaklaşım Dergisi**, Yıl:7, Sayı:75, (Mart-1999), s.122-127.

⁷² Ekonomik Araştırmalar Dairesi (Dış Ticaret Müsteşarlığı), "Doğu Asya Krizi", **Dış Ticaret Dergisi**, Asya Krizi Özel Sayısı, (Mart 1998), s.100-104.

sermayenin ortaya çıkardığı sorunlar sınırlı bir alanda da kalmamaktadır.⁷³ Bu yönüyle günümüz ekonomilerinde piyasaların, mali sermayenin ve özellikle de spekülasyon kazançların ağırlıklı bir yer kazandığı kumarhane kapitalizminin kendine özgü koşulları tarafından belirlendiği ifade edilmektedir.⁷⁴

1.6.3. Rusya Krizi ve Spekülasyon

Rusya'da 1997'lerde başlayan ekonomik sıkıntılar Temmuz 1998'de ağırlaşmaya başlamış ve 17 Ağustos 1998'de ruble-dolar koridorunun 1 ruble 6 dolar'dan, 1 ruble 9.5 dolara devalüe edilmesi, döviz üzerinden sermaye hareketlerinin sınırlandırılması ve 90 günlük moratoryum ilan edilmesi ile sonuçlanan bir ekonomik kriz yaşanmıştır. Bu krizin kökleri eskilere dayanmakla birlikte, oluşumda kısa vadeli karlar peşinde koşan kısa süreli sermayenin spekülasyon davranışlarının da etkisi bulunmaktadır.

Kriz öncesi 1996 ile 1997 yılları arasındaki dönemde Rusya'da finans ve kredi faaliyetlerindeki yabancı yatırım miktarı yaklaşık %229 oranında artmıştır. Bu dönemlerde Rusya'da bankalara düşük faizlerle(libor artı 1 veya 2) kolayca para aktırılmış, bankalar da iç piyasada oldukça yüksek (%60 gibi) faizlerle bu paraları plase etmişlerdir. Ancak gerek dünya petrol fiyatlarındaki düşme(%50 gibi) ve gerekse Rusya'nın dış gelirlerinin %40'ını sağlayan enerji hammaddeleri sebebiyle uğranılan 10 milyar dolarlık kayıp, piyasaya verilen kredilerin geri dönüşlerinde problemler meydana getirmiş,kriz başlama startı almıştır.⁷⁵

Rusya krizinde de finansal boyut ön plana çıkmıştır. 1998 yılı başından itibaren finansal piyasalarda çalkantılar boy göstermeye başlamış, şirket ve banka iflasları art arda meydana gelmiştir. Rusya hükümetinin gümrük duvarlarını yükseltmesi ile ithalat miktarında büyük düşüşler gerçekleşmiştir. Ünlü spekülasyon Soros'un Rusya'ya verdiği düşük "reyting" değerlendirmesi ise talihsizlik olmuş ve yaşanan krizi iyice alevlendirmiştir.⁷⁶

⁷³ Zafer Tunca, "Asya Krizinde Yapısal Sorunlar", **İ.S.O Dergisi**, Sayı:386, (Mayıs-1998), s.33-34.

⁷⁴ Alpaslan Işık, "Asya Kaplanlarına Ne Oldu", **Mülkiyeliler Birliği Dergisi**, Cilt:XXII, Sayı:206-209, (Nisan/Temmuz-1998), s.7-12.

⁷⁵ İlhan Uludağ, "1990 Sonrası 2. Krizi Yaşayan Rusya-1", **İ.T.O. Gazetesi**, 16.10.1998, s.4.

⁷⁶ Hıdır Mor, "Kriz ve fırsatlar", **Dış Ticarete Durum Dergisi**, Sayı:40, (Aralık-1998), s.6-13.

Güçlü petrol ve metal üreticilerinin ihracatlarını arttırmak için rublenin değer kaybetmesini beklemeleri, bunların spekülâtif beklenti ve davranışlarının krizin oluşmasında rol oynaması da belirtilen bir diğer unsurdur.⁷⁷

1.6.4. Brezilya Krizi ve Spekülasyon

Dünyanın en büyük dokuzuncu ekonomisi konumunda bulunan ve uygulamaya koyduğu "Real Planı" ile son 4.5 yıl içinde enflasyonu %2700'lerden %1-3'ler düzeyine indirmeyi başaran, daraltıcı politikalar ile birlikte yıllık yüzde 4'lük büyüme hızına ulaşan; gerçekleştirdiği başarılı özelleştirme programı ile gelişmekte olan ülkelere model olarak gösterilen ve yakın zamana kadar uluslararası sermayenin akın ettiği Brezilya'da 13 Ocak 1999 tarihinde patlak veren mali kriz herkesi şaşırtmıştır.

Latin Amerika ülkelerine yönelen özel sermaye akımlarında öncelikle Rusya krizinin yaydığı güvensizlik etkili olmuş, bu kriz uluslararası kısa süreli sermayenin gelişmekte olan ülkelere çekilmesine hız kazandırmıştır. Rusya krizini takip eden üç ay içinde 30 milyar dolarlık rezerv kaybına uğrayan Brezilya'nın daha sonraki günlerde günde yaklaşık 1 milyar dolarlık bir sermaye kaçışına sahne olduğu da bilinmektedir. Küresel finansal piyasalarda günde yaklaşık 1.5-2 trilyon dolarlık işlem gerçekleştirildiği dikkate alındığında bir ülkenin ekonomi politikasına güvensizlik oluşması halinde 50-60 hatta 70 milyar dolarlık rezervler bile piyasaları etkilemekte yetersiz kalabilmektedir.⁷⁸

⁷⁷ Fikret Ertan, "Rusya'nın Kafası Karışık", **Zaman**, 31 Mayıs 1998, s.8.

⁷⁸ R.Tuna Turagay, "Brezilya'da Neler Oluyor?", **Dünya**, 5 Şubat 1999, Cuma, s.13.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

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

1. Türk Sermaye Piyasasında Yabancı Sermaye

1.1. Türkiye'de Finansal Piyasaların Gelişimi

1970'li yıllarda yaşanan petrol krizlerine kadar ithal ikameci kalkınma stratejisi benimsemiş birçok gelişmekte olan ülke petrol krizleri sonrasında yaşadıkları ekonomik darboğazlar ve kaynak sıkıntıları nedeniyle bu politikayı sürdüremez duruma gelmişlerdir. Özellikle tasarruf açığı ve ödemeler dengesi sorunları yaşayan gelişmekte olan ülkeler yurtdışından daha kolay kaynak sağlayabilmek ve kalkınmalarını hızlandırmak amacıyla 1980'li yılların başından itibaren gerek mal piyasaları gerekse de finansal piyasalar bağlamında önemli ölçüde serbestleşmeye gitmişlerdir. Bunun sonucunda gelişmiş ülkelerdeki fazla fonlar ülkeler arasındaki getiri farklılıkları çerçevesinde hareket etmeye başlamış ve bu bağlamda ciddi getiriler vaad eden GOÜ'lere yönelmiştir. Bu süreçte gerek IMF gerekse Dünya Bankası, sermaye hareketlerinin ticari ve mali küreselleşme sürecine giren GOÜ'lerin büyüme hedeflerine ulaşmadaki önemli bir kaynağı olduğunu belirtmiş ve istikrar programlarında mali liberalizasyonun tavsiye edilmesi temel bir politika haline gelmiştir.

Liberalizasyon sürecine hızlı bir şekilde giren ve bunun olanaklarından yararlanma yolunu seçen birçok gelişmekte olan ülke bu süreçte ortaya çıkabilecek olumsuzlukları dikkate almamış, beklemedikleri ve öngörmedikleri birtakım sorunlarla karşılaşmışlardır. Bu politikayı seçen ülkeler, sermaye hesaplarında geniş bir serbesti sonrasında para politikası, faiz haddi ve kur üzerindeki etkinliklerini bir ölçüde kaybetmiş, bu durum kısa vadeli sermaye hareketlerinin artmasına ve özel sektörün kısa vadeli borçlanmasına yol açmıştır. Öte yandan bu ülkeler sürekli sermaye girişini sağlayabilmek amacıyla reel faiz haddini yerli paranın aşınma haddinin üzerinde tutmak zorunda kalmışlardır. Özellikle 1994-95'te Meksika'da, 1997'de Asya'da ve 1998'de Rusya'da meydana gelen krizler sermaye hareketlerinden beklenen olumlu etkinin kolaylıkla tersine dönebileceğini göstermiş ve sermaye hareketleri ciddi bir biçimde sorgulanmaya başlanmıştır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin doğasında bazı istikrarsızlık unsurları olduğu ve gelişmekte olan bir ülkenin küresel mali sisteme bütünüyle entegre olmasının

söz konusu ülkede finansal kriz ve parasal kargaşa yaşanmasına neden olabileceği değerlendirilmektedir.

Türkiye, 1970'lerin sonunda yaşadığı ciddi ödemeler dengesi kriziyle birlikte birçok GOÜ'de olduğu gibi ithal ikamesine dayanan sistemi terk etmiş ve 1980'li yılların başında ihracata dayalı büyüme stratejisini benimseyen modeli uygulamaya koymuştur. Büyüme, ihracat artışı, gelişmiş bir mali sistem ve ekonomik istikrar bu süreçte önemli hedefler olmuştur. 24 Ocak Kararları ile öncelikle mal piyasaları serbestleştirilmiş daha sonra yurtiçi mali piyasaların uluslararası mali piyasalar ile eklenmesine yönelik mevzuat değişikliği yapılmıştır. Sermaye hareketlerine serbestlik getiren süreç 1989-1990 döneminde tamamlanmıştır.⁷⁹

1.1.1. Sermaye Piyasası ve Fonksiyonları

Sermaye piyasası, dar anlamıyla hisse senedi, tahvil ve benzeri menkul değerlerin alınıp satıldığı; geniş anlamda ise, orta ve uzun vadeli kredi arzıyla talebinin karşı karşıya geldiği bir piyasadır. Dar anlamıyla sermaye piyasası kendi içinde ikiye ayrılmaktadır. Yeni çıkarılan menkul değerlerin satıldığı birincil piyasa, daha önceden çıkarılmış menkul değerlerin alınıp satıldığı ikincil piyasa⁸⁰[2].

Bu tanımların ışığı altında sermaye piyasalarının ortak noktalarını şöyle sıralayabiliriz.

- Sermaye piyasaları, sermaye arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır.
- Sermaye piyasalarında yatırımlara finansman kaynağı olabilecek kıymetli evraklar alınıp satılmaktadır.
- Sermaye piyasasında tasarruflar, genellikle de ferdi tasarruflar işlem görür.
- Sermaye piyasasında gelir, faiz, dividant, kar payı ve katılma payı olarak ortaya çıkmaktadır.

2499 sayılı Kanunla kurulan Sermaye Piyasası Kurulu, sermaye piyasası alanındaki düzenlemelere öncülük etmekte ve tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını

⁷⁹ M.Ferhat Emil, M.Tuğrul Vehbi, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü, Sayı:48, Yaz 2003, Cilt:14, s.1-2.,

korumak amacıyla, sermaye piyasasının oluşumuna yardımcı olacak çalışmaları yapmaktadır. Bu amaçla İstanbul'da bir Menkul Kıymetler borsası açılmış ve Borsanın ilk genel kurulu 19 Nisan 1985'te İstanbul'da toplanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu hisse senetlerini halka arz etmiş veya ortak sayısı 100'den fazla olması nedeniyle hisse senetlerini halka arz etmiş sayılan Anonim Ortaklıkları denetimine tabi tutmaktadır. 1/1/1985 tarihi itibarıyla, bu ortaklıkların sayısı birinci grupta (yani hisse senetlerini halka arz etmiş olanlar) 605, 2. grupta (yani hisse senetlerini halka arz etmemiş olmakla birlikte, diğer menkul kıymetlerini halka arz etmiş olanlar) 242'dir.

5. beş yıllık kalkınma planında da tasarrufların bankalara yönelmesi yanında, hisse senedi, tahvil ve kar ortaklığı senetlerine yöneltilerek;

- Sermaye piyasasının geliştirilmesi,
- Sınai mülkiyetin yaygınlaştırılması amaçlanmaktadır.

Böylece, bir acı deneyin neticesinde ortaya çıkan S.P.K. Sermaye Piyasası alanında araştırma, düzenleme ve denetleme faaliyetlerini yürütmektedir. Ülkemizdeki gelişmeye paralel olarak sermaye piyasası alanında da gelişmeler olacaktır. Halkın bu piyasaya olan güveni de zaman içerisinde kararlı hale gelirse, tasarrufçu ile sermaye talep edenler arasında güvenli bir köprü oluşmuş olacaktır.

Görüldüğü gibi ülkemiz, sermaye piyasası alanında yetişme çağındadır. Geçirilen olumsuz tecrübelerden ders alınarak oluşturulan yeni sistem, sermaye piyasası alanında gelişmiş ülke sermaye piyasası standartlarını yerleştirmeye çalışmaktadır.

Gerek sanayici, gerekse tasarrufçu kesimlerin bu alanda gösterecekleri olumlu çabalar, büyük oranda atıl alanlarda değerlendirilen ülkemiz ferdi tasarruflarının, yatırımların ve kalkınmanın finansmanında kullanılmasını sağlayacaktır.⁸¹

1.2. Küreselleşme Sürecinde Türkiye

Türkiye ekonomisinin dünya pazarlarına açılması 1980-83 dönüşümü ile başlamış, 1989-90'da da tamamlanmıştır. Bu süreçte, öncelikle mal piyasaları dış pazarlara açılmış ve ticaret kotalarının koruması altındaki ithalat rejimi

⁸¹ <http://www.tspakb.org.tr/paneller/vergi/anas.htm>

serbestleştirilmiştir. Döviz kuru yüksek bir devalüasyonu takiben esnekleştirilmiş ve dolaylı teşviklerle birleştirilerek sanayinin ihracata yönlendirilmesinde temel bir araç görevi görmüştür. Ulusal mali piyasaların serbestleştirilmesi ve dış finans merkezleriyle eklemlenme süreci bu gelişmeleri yakından izlemiş ve Türkiye ekonomisi 1990'lı yıllara tamamıyla dışa açık bir ekonomi konumunda girmiştir. Bütün bu gelişmeler altında, ulusal ekonominin birikim ve bölüşüm ilişkileri de derinden etkilenmiş ve iktisadi artığın yaratılması ve yeniden dağıtılması sürecine ilişkin dinamikler yeniden yapılanmıştır. Gerçekten de 1980 dönüşümü, yurtiçi talebe dönük ve dış ticarete koruma rantları ile beslenen ulusal sanayinin öngördüğü iktisadi artık biçimlerinin nitelik değiştirmesine yol açmış; ve giderek, devletin düzenleyici olarak rol aldığı, daha dolaylı bir transfer ve kaynak aktarım mekanizmasının devreye sokulduğu yeni bir büyüme ve birikim modelini geliştirmiştir. Bu arada devlet aygıtı da gerek iktisadi işlevleri, gerekse idari etkinliği ve yükümlülükleri açısından yeniden düzenlenmiştir.⁸²

1.3. Türk Ekonomisinde Sermaye Hareketleri İle İlgili Gelişmeler

24 Ocak 1980 kararları enflasyonu kontrol altına almak, yabancı finansman açığını kapatmak ve daha dışa dönük ve piyasa odaklı bir ekonomik sisteme ulaşmak amacıyla ilan edilmiştir. Bu kararlar çerçevesinde, ihracata dayalı büyümenin teşvik edilmesi için Türkiye'nin ihracatta rekabet gücünü artırabilmek amacıyla ihracat sübvansiyonları sağlanmış ve Türk lirasının reel olarak değer yitirmesine izin verilmiştir.

1980 yılında başlatılan ekonomik program ihracat sübvansiyonları, yüksek oranda devalüasyon ve KİT'leri tarafından üretilen mal ve hizmetlerin fiyatlarında artış yapılmasını öngörüyordu. Başlangıçta, döviz kurlarında, faiz oranlarında ve hükümetçe belirlenen kamu ürünleri fiyatlarında görülen yüksek artışlara, hızla uygulamaya konulan ihracatı teşvik amaçlı heterodoks politikalar eşlik etmiştir. Bu hamleler uluslararası kredi kuruluşlarının güvenlerinin tekrar kazanılmasında da rol oynamıştır. Borç rahatlatma operasyonlarıyla birlikte, IMF stand-by ve Dünya Bankası uyum kredileri hızla takvime bağlanmış ve ödemeleri gerçekleştirilmiştir.

Politik ortamın üç özelliği ticarete reform sürecinde kolaylık sağlamıştır. Öncelikle, yurtdışından sağlanan net krediler ara malların ithalatını artırmış ve kamu finansmanı üzerindeki baskılan hafifletmiştir. Düşük kapasite kullanım oranları (yüzde

⁸² Yeldan, a.g.e, s.25

45-50 civarında) nedeniyle sanayi firmaları hızla değiştirilen teşvik yapılarına güçlü bir ihracatla karşılık vermişlerdir. İkinci olarak, Türk lirasındaki değer kaybı yüksek olmasına rağmen sürdürülebilir bir yapıdaydı. Üçüncü olarak, 1980 yılının ikinci yansında yurtiçi talep önemli derecede azaltılarak ihracatın güçlenmesi için ortam hazırlanmıştır. Bu dönemde reel ücretler ve tarım kesiminin gelirleri ciddi oranda düşürülmüştür.⁸³

Türkiye’de zayıf demokrasinin iki önemli ögesi, şeffaflık ve sorumluluğun eksikliği kırılğan bir ödemeler dengesi yapısı oluşturmuştur. Bu kırılğan yapıda cari işlemler açığı son derece spekülâtif ve yurt dışına çıkabilen kısa vadeli sermaye girişiyle gizlenmiştir. Demokrasi açığının bir diğer sonucu da mali ve finansal yapının son derece kırılğan olmasıdır. Bu kırılğan yapı içerisinde spekülâtif sermaye çıkışları 2000-2001 krizlerine neden olmuştur.⁸⁴

1.4. Sermaye Hareketleri İle İlgili Hukuki Sınırlamalar

Türkiye yabancı sermayeye kapılarını yasal anlamda 1950’lerde açmıştır. 1954 yılında çıkarılan 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu liberal bir görüşle hazırlanmıştır. Ancak kanunun hazırlanması ile ilgili olarak gösterilen serbestlik anlayışı daha sonra uygulamada gösterilememiştir. Bu nedenle 1980’lerin başına kadar Türkiye’ye gelen toplam yabancı sermaye miktarı 300 milyon Dolara dahi ulaşamamıştır.⁸⁵

1.4.1. Türk Parasının Kıymetini Korumaya Yönelik 32 Sayılı Karar

32 Sayılı 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. 32 Sayılı kararnameyle getirilen temel düzenlemeler şöyledir:⁸⁶

(1) Türkiye’de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiç bir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tâbi değildirler.

⁸³ TCMB, a.g.e., s.3-4.

⁸⁴ [http://www.ekonomist.gen.tr/articles\(07.05.2004\)](http://www.ekonomist.gen.tr/articles(07.05.2004))

⁸⁵ Güçlü, a.g.e., s.3.

⁸⁶ Resmi Gazete, 11 Ağustos 1989.

- (2) Türkiye'de yerleşik kişiler, Türkiye'de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları döviz ülke içine getirebilirler.
- (3) Yurtdışında yerleşik kişilerin İMKB'de kote edilmiş ve SPK izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.
- (4) Türkiye'de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri; Merkez Bankası tarafından alım-satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonusu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin alışı bedellerini yurtdışına transfer etmeleri serbesttir. Türkiye'de yerleşik kişilerin, yurtdışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir. Türkiye'de yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurt dışına çıkarmaları serbesttir.
- (5) Yabancı sermayenin satışından yada tasfiyesinden doğan gelirler bankalar yada özel finans kurumları aracılığıyla ülke dışına transfer edilebilir.
- (6) Yurtdışından döviz kredisi almak serbesttir.
- (7) Türkiye'de yerleşik olmayan kişilerin TL hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin ana para ve faizleri TL yada döviz olarak transfer ettirmeleri serbesttir.
- (8) Gayri menkul satışları üzerindeki yasak kaldırılmıştır ve gayri menkul satışından elde edilen gelirin transfer ettirilmesi serbesttir.
- (9) Türkiye'de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurt dışına TL göndermeleri serbesttir.
- (10) Bankalar ve özel finans kurumları ithalat, ihracat ve görünmez transferler dışında 500.000 ABD doları ya da eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler.
- (11) Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışında temsilcilik ve irtibat büroları vb. açmaları serbesttir.

1.4.2. Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu

Yabancı sermayenin Türkiye'ye gelmesini özendirmek ve teşvik etmek amacıyla yapılan yasal düzenlemeler 1954 yılında çıkarılan 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi

Teşvik Kanunu'na dayanmaktadır.⁸⁷ Bu Kanun'un 4. ve 5. maddeleri yabancıların Türkiye'de doğrudan yatırımları sonucu elde ettikleri kar ve ana sermaye ile hisselerin transferine ilişkin hükümlerden oluşur. 5. maddenin a bendine göre yabancıların ellerinde bulundurdukları hisse senetlerinin karı, hisse senedine ilişkin temettü tutarı transfer edilmek istendiğinde, transfer zamanında cari resmi kambiyo kurundan geldiği ülkenin para birimine çevrilerek transfer edilebilecektir. Aynı maddenin b bendinde ise nama yazılı hisse senetlerinin ve muvakkat makbuzlarının hem Türkiye içinde hem de yurtdışında her tabiiyetten kişiler tarafından serbestçe dolaşım hakkının olduğu belirtilmektedir.⁸⁸

1.4.3. Sermaye Piyasası Kanunu ve Tebliği

1981'de yürürlüğe konan Sermaye Piyasası Kanunu, Türkiye'de sermaye piyasalarının düzenlenmesini, desteklenmesini ve denetlenmesini ve güvenli, şeffaf ve dengeli bir şekilde işleyen sermaye piyasaları yoluyla yatırımcıların hak ve çıkarlarının korunmasını amaçlamış ve 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.⁸⁹

1.4.4. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Genelge ve Tebliği

Madde 26-Dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye'de şirket kurmak, mevcut ve kurulacak şirketlere iştirak etmek, şube açmak suretiyle yatırım yapmaları ve her türlü mal ve hizmet üretimine yönelik faaliyetlerde bulunmaları ile irtibat bürosu açmaları öngörülen sermayeyi getirmek ve 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'na

⁸⁷ 6224 Sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu 23.01.1954 Tarihli 8615 Sayılı Resmi Gazetede yayınlanmıştır.

⁸⁸ <http://www.hazine.gov.tr/mevzuat/ystk.htm>

⁸⁹ TCMB,a.g.e., s.3-4.

göre gerekli izni almak, verilen izinler çerçevesinde faaliyette bulunmak kaydıyla serbesttir.

Verilmiş izinler çerçevesinde bu kişilerin Türkiye'deki faaliyetlerinden elde etmiş oldukları kâr, temettü ve benzeri transfer işlemleri, ilgililerin talebi üzerine doğrudan bankalar veya özel finans kurumlarınca yapılır. Ancak, bankalar veya özel finans kurumları, ilgililerden, transferin gerçekleştirilmesi sırasında almış oldukları belgeleri, Bakanlığa ve MB'na gönderirken transfer edilen tutar ve bu tutarın ABD doları karşılığını ve transfer tarihini de bildirirler.

Dışarıda yerleşik kişilerin 6224 sayılı Kanun ve Petrol Kanunu kapsamındaki belirtilen faaliyetleri dışında ticari faaliyette bulunmalarına Hazine Müsteşarlığı'nca (I-A/H sayılı Genelge ile değişik) izin verilir. İzin verilen bu faaliyetlerden sağlanan kâr, satış ve tasfiye bedelleri ile uluslararası ihaleler için oluşturulan adi ortaklıklar dışındaki adi ortaklıkların iş bitiminde kâr etmesi halinde elde edilen kârlar, vergi, resim ve benzeri yükümlülüklerin yerine getirildiğinin tevsiki kaydıyla, bankalar ve özel finans kurumlarınca transfer edilir. Transferi gerçekleştirilen döviz tutarı ve bunun ABD doları karşılığı, transfer tarihi ile birlikte MB'na bildirilir.⁹⁰

1.5. Türkiye'de Yabancı Sermayeyi Teşvik Eden Gelişmeler

Yabancı sermaye bekleyen bir ülke olarak alınması gereken önlemler şu şekilde sıralanabilir:⁹¹

- (1) Siyasi istikrarsızlıkların azaltılması,
- (2) Ekonomik istikrarsızlıkların azaltılması, bütçe açıklarının kapatılması, dış borç yükünün hafifletilmesi, enflasyon ve faiz oranlarının indirilmesi,
- (3) Ekonomi politikalarındaki rekabet ve serbest piyasa uygulamalarının artırılması,
- (4) Ekonomik yapının dünya ile bütünleşmesi,
- (5) İhracatın artırılması,
- (6) Özelleştirme çabalarının sonuçlanması,
- (7) Hukuki düzenlemeler yapılarak mevzuatlar arası uyum sağlanması,
- (8) Bürokratik işlemlerin azaltılması,

⁹⁰ 3.7.1991 tarih ve 20918 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

⁹¹ Gökbel, **a.g.e.**, s.4.

Kısa vadede özelleştirme ve kamu maliyesinde kalıcı düzelme yani hem harcamalarda hem de ihale yasası gibi diğer kaçakları önleme en önemli iki koşul. Türkiye'nin en büyük problemi riskli oluşu. Yatırımcının zaten riski sevmediği bizim riskimizin yüksek oluşu yabancıya cazip gelmiyor. Ancak düzelmeler var, vergi gelirlerimizin beklenenin üzerinde gelecek olması olumlu bir gelişme, belli bir özelleştirme planı ortaya çıktı, ama iş burada bitmiyor. Daha yolun başındayız ve uygulamada yol alınmalıdır.

Riskimizin yüksek olmasının ana nedeni, borcumuzun çok olması, borçların GSMH'ya oranı % 75 civarında. Borcun yatırımcı gözünde daha makul seviyelere gelmesi için en az 1-2 yıl sıkı politikalara devam etmek gerekiyor. Bunun piyasalara bugünden inandırılması gerekiyor ki faizler daha da düşsün ve borç reel olarak daha da büyümesin. Bunlar olursa Türkiye'ye daha fazla yatırım gelir, kamunun kemer sıkmasını yabancı yatırımcıdan gelecek para telafi eder.⁹²

1.5.1. Finansal Liberalizasyon

1980'lerden bu yana, küreselleşme süreci, bölgesel pazarların birbirleriyle olan bağlarını güçlendirmek ve uluslararası sisteme entegre olmak için önemli adımlar attıklarına tanık olmuştur. Bu nedenle, bütün belli başlı sanayileşmiş ülkeler kendi finansal piyasalarını liberalleştirmek için gerekli ekonomi politikalarını uygulamaya başlamışlardır. Bu süreçte pek çok gelişmekte olan ülkede sanayileşmiş ülkeleri takip etmiştir.

1980'den önce Türkiye, içe dönük ve çok sıkı kurallara bağlı bir ekonomi stratejisi izliyordu ve finansal sistemi yetersizdi. 1980 yapısal reform programıyla birlikte kalkınma stratejisi, bu içe dönük, katı kurallara bağlı ve doğrudan parasal kontrollerin hakim olduğu sistemden dışa dönük, piyasa-odaklı yaklaşımın hakim olduğu açık bir ekonomik sisteme geçmiştir. Buna bağlı olarak, 1980'lerin başlarında Türkiye'de bir seri ekonomik, yasal ve kurumsal reform başlatılmıştır.⁹³

Sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi ve finansal liberalleşme sonrasında düşük yurtiçi tasarruf ve ekonominin arz yönündeki yapısal problemler Türkiye ekonomisinin temel özellikleri olmayı sürdürmüştür. 1989'da, ücret kısıtlama politikaları terk edilerek daha popülist politikalar benimsenmiştir.

⁹² Afa Boran, "Yabancı Neden Türkiye'ye Gelmiyor?", *Capital Dergisi*, 6/2003, s.86.

⁹³ TCMB,a.g.e., s.3-4.

1.5.2. Özelleştirme Hareketleri

Özelleştirme temelde üretimde verimliliği artırmak, rekabeti esas alan bir piyasa yapılanmasını sağlamak ve hisse senedi mülkiyetini yaygınlaştırarak devletin fonksiyonel etkinliğini belirli alanlar üzerinde yoğunlaştırma yönünde kullanılan bir yöntemdir.

Devlete gelir sağlama, etkinliğin artmasını teşvik etme, hükümetin ekonomiye müdahalesini azaltma, pay sahiplerinin genişlemesini özendirme, rekabeti arttırma, devlet mülkiyetindeki KİT'lerin, mahalli idareler ve kamu kuruluşlarının piyasa disiplini içerisine sokulması gibi temel amaçlar çerçevesinde yapılan özelleştirme çalışmalarından beklenen ekonomik fayda; karlılık, verimlilik, üretim, yatırım, istihdam gibi unsurlara dayanır.⁹⁴

KİT'lerin sermaye piyasası kanalıyla özelleştirilmesinde, özelleştirilecek KİT sayısı ve boyutu son derece önemlidir. Sermaye piyasası büyük kapsamlı özelleştirme için gerekli fonları karşılayabilecek yeterlilikte olmalıdır. Ayrıca özelleştirme sonucu sermaye piyasalarından büyük miktarda fonların çekilmesi diğer şirketlerin yararlanabileceği likit kaynakları sınırlayıcı etki yaratabilecektir.⁹⁵

1.5.3. Vergi Politikaları

“Sermaye hareketlerini azaltmak için önerilen bir tedbir, uluslararası sermaye işlemlerinin vergilendirilmesidir. Uzun vadeli yatırımları caydırmamak için sadece kısa vadeli sınır ötesi sermaye hareketlerini vergilendirilmesi önerilmektedir. Tobin, uluslararası finansal işlemlere % 1 oranında bir vergi salınmasını önermiştir. Ancak kısa vadeli-uzun vadeli sermaye işlem ayrımı zor olabileceği gibi, bütün ülkelerin bu vergiyi uygulamamaları halinde hiç biri tek başına uygulamak istemeyebilir.”⁹⁶

Türkiye'de bankalar TL karşılığı döviz satışlarına binde 1 oranında kambiyo gider vergisi uygulamaktadır. Döviz büfeleri de bu vergiyi döviz fiyatlarına yansıtmaktadır. Bu vergi kapsamı daha dar olmakla birlikte Tobin Vergisine

⁹⁴ Ali İhsan Karacan, “Özelleştirme İyileşme Sağlıyor mu?”, **Dünya Gazetesi**, 14 Eylül 1994.

⁹⁵ M. Berra Altıntaş, “**Kamu İktisadi Teşebbüslerin Özelleştirilmesi ve Özelleştirilenin Sermaye Piyasalarına Etkileri**” SPK Yayınları, Yayın No: 8, Ankara:1998, s.94.

⁹⁶ Önder, **a.g.e.**, s.98.

benzemektedir. 2001 krizi sonrasında kapsamı daraltılan ve bankalar arası işlemlere konu olmayan bu vergi hali hazırda uygulanmaktadır.⁹⁷

2. Sermaye Hareketleri

2.1. Sermaye Hareketleri Dengesi ve Uluslararası Rezervler

2003 yılının Ocak-Ekim döneminde 1,7 milyar dolar olarak gerçekleşen net sermaye girişi (rezerv değişimleri dahil), 2004 yılının aynı döneminde 8,6 milyar dolara ulaşmıştır.

2004 yılının Ocak-Ekim döneminde yabancılar yurtiçine, geçen senenin aynı dönemine göre 1,1 milyar dolar artışla, net 2,4 milyar dolarlık doğrudan yatırım yapmışlardır. Bu miktarın net 1 ,3 milyar dolarlık kısmını yabancıların yurtiçinden aldıkları gayri menkuller oluşturmuştur.

Bu dönemde, Türkiye'deki yabancı sermayeli şirketler yurtdışındaki ortaklarından net 299 milyon dolar tutarında kredi kullanmışlardır. Bu krediler doğrudan yabancı yatırım olarak değerlendirilmektedir. Yurtiçinde yerleşiklerin yurtdışında yaptıkları doğrudan yatırımlar ise 2004 Ocak-Ekim döneminde geçen senenin aynı dönemine göre 313 milyon dolarlık artışla 716 milyona ulaşmıştır. Böylece, 2004 Ocak-Ekim döneminde doğrudan yatırımlar kaleminde gerçekleşen net sermaye girişi, geçen senenin aynı dönemine göre yüzde 85 oranında artarak 1 ,7 milyar dolara yükselmiştir.

2004 yılının Ocak-Ekim döneminde portföy yatırımlarında yaşanan net sermaye girişi, geçen senenin aynı dönemine göre 1 ,8 milyar dolar artarak, 4,5 milyar dolar düzeyine çıkmıştır. Yurtiçinde yerleşiklerin yurtdışında yaptıkları yatırımları ifade eden varlıklar kaleminde, söz konusu dönemde net 1,1 milyar dolar sermaye çıkışı yaşanırken; yabancıların yurtiçinde yaptıkları yatırımları ifade eden yükümlülükler kaleminde, geçen senenin aynı dönemine göre yüzde 56'lık bir artışla, net 5,6 milyar dolar sermaye girişi gerçekleşmiştir. Bu miktarın 741 milyon dolarını yabancıların hisse senedi alımları, 2,9 milyar dolarını yabancılar tarafından satın alınan devlet iç

⁹⁷ Emil, Vehbi, a.g.e., s.3.

borçlanma senetleri, 1,96 milyar dolarını genel hükümetin yurtdışı piyasalara tahvil ihracı yoluyla borçlanması oluşturmaktadır.

Portföy yatırımları kaleminde 2004 yılının sadece Ekim ayında gerçekleşen sermaye girişi ise, net 1 milyar dolardır. 2004 Ekim ayında varlıklar kaleminde net 505 milyon dolarlık sermaye çıkışı gerçekleşirken, yükümlükler kaleminde net 1,5 milyar dolarlık giriş yaşanmıştır. Bu rakamın 37 milyon dolarını yabancıların hisse senedi piyasasında yaptıkları net alım, net 493 milyon dolarını yabancıların aldıkları devlet iç borçlanma senetleri ve net 1 milyar dolarını genel hükümetin yurtdışına tahvil ihracı yoluyla borçlanması oluşturmaktadır.

İhracat karşılığı yurtdışına açılan kredileri gösteren, diğer yatırımlar kaleminde varlıklar altında yer alan ticari krediler, 2004 yılı Ocak-Ekim döneminde geçen yılını aynı dönemine göre yüzde 31,3 artarak, 31,5 milyar dolara ulaşmıştır. Geri ödemelerle birlikte yurtdışına ihracat karşılığı açılan kredi net 921 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan yükümlülükler kaleminde yer alan ithalat karşılığı net ticari kredi kullanımı, ithalattaki artışa paralel olarak, söz konusu dönemde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 113 artarak 3,6 milyar dolara ulaşmıştır. Türkiye’de yerleşik bankalar 2003 yılı Ocak-Ekim döneminde yurtdışına net 443 milyon dolar kredi kullandırırken, 2004 yılının aynı döneminde gerçekleşen 638 milyon dolarlık sermaye girişi bankaların yurtdışına açtıkları kredileri kapattıklarını göstermektedir. Diğer taraftan, söz konusu dönemde bankaların, yurtdışından kullandıkları kredilerde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 27’lik bir artışla net 3,4 milyar dolara ulaşılmıştır. Bu tutarın net 1,1 milyar dolarını uzun vadeli krediler oluştururken, 2,3 milyar dolarını da kısa vadeli krediler oluşturmaktadır. Diğer sektörler söz konusu dönemde yurt dışından 12,5 milyar dolar uzun vadeli kredi kullanırken, 8,2 milyar dolar kredi geri ödemesinde bulunmuşlardır. Böylece, diğer sektörlerin uzun vadeli kredi kullanımı bir önceki yılın aynı dönemindeki 538 milyon dolar seviyesinden 4,3 milyar dolara yükselmiştir. Ayrıca, 2004 yılının ilk on ayında diğer sektörler 545 milyon dolar kısa vadeli kredi kullanmışlardır.

2004 Ocak-Ekim döneminde genel hükümet 2,5 milyar dolar kredi geri ödemesinde bulunurken, 1 ,8 milyar dolarlık uzun vadeli kredi kullanmıştır. Ayrıca söz konusu dönemde Merkez Bankası tarafından IMF’le 3,4 milyar dolarlık kredi geri

ödemesinde bulunulmasına karşın, genel hükümet 896 milyon dolar IMF kredisi kullanmıştır.

Yurt dışında çalışan işçilerin Merkez Bankasında açtıkları kredi mektuplu döviz tevdiat hesapları ile süper döviz hesaplarında 2004 yılının Ocak-Ekim döneminde 145 milyon dolar çıkış gerçekleşmiş , bankaların mevduatlarındaki artış ise bir önceki yılın aynı dönemine göre 50 milyon dolar azalarak 667 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece 2003 yılının Ocak-Ekim döneminde 1,2 milyar dolar olan mevduat girişi, 2004 yılının aynı döneminde 522 milyona gerilemiştir. 2003 yılının ikinci yarısından itibaren gerçekleşen faiz indirimleri uzun vadeli mevduatların azalmasına yol açmıştır.

2003 yılının Ocak-Ekim döneminde 4,5 milyar dolar artan resmi rezervler, 2004 yılının aynı döneminde 2 milyar dolar artmıştır. 2003 yılı Ocak-Ekim döneminde 2,96 milyar dolar olarak tespit edilen net hata noksan kalemi ise, 2004 yılının aynı döneminde 2,1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.⁹⁸

Faiz arbitrajından kazanç sağlamaya yönelik olarak hareket eden “uluslararası spekülasyon sermaye” ülkeye ödemeler dengesi bilançosu, kısa vadeli sermaye hareketleri alt kalemlerinden yerleşik olmayanlar “döviz tevdiat hesapları”, “bankacılık kesiminin sağladığı dış krediler” ve “portföy yatırımları” kanalı ile girmektedir. Bunun dışında, “net hata ve noksan kalemi” açıklanmayan sermaye girişi ve çıkışının ifade etmesi nedeni ile, ülkeye giren ve çıkan spekülasyon sermayenin brüt hacmi hesaplanırken, dikkate alınması gereken bir kalemdir.⁹⁹

2.2. Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etkileri

Sermaye hareketleri ile makro ekonomik yapı karşılıklı etkileşim içersindedir ve birbirlerini değişik açılardan etkilemektedir. Örneğin GSMH’deki yüksek büyüme oranı ve özel tüketim harcamalarının sürekli artışı altındaki yatan faktör dış finansman ve dolayısı ile ithal mal girişlerinin artmasıdır. Ulusal krediler ve finansal sistemdeki borç verilebilir fon miktarındaki artış, toplam talebi uyararak finansal gelişmeye ve sermaye girişlerinde artışa neden olmaktadır. Türkiye ekonomisindeki büyüme sermaye

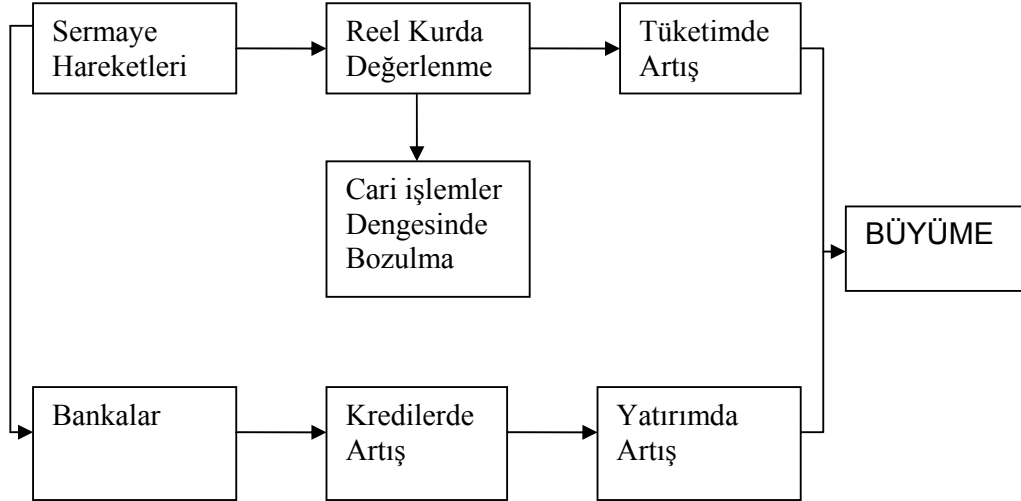
⁹⁸ DPT, “İstatiksel Göstergeler”, www.dpt.gov.tr.

⁹⁹ Erinç Yeldan, Erol Balkan, “Sıcak Para ve Türkiye”, *Cumhuriyet*, 31 Temmuz 1996.

girişi miktarı ile yakından ilgilidir. Yani sermaye hareketleri ile büyüme arasında doğru orantı söz konusudur.

Sermaye girişlerindeki artışa paralel olarak büyüme oranlarında da artış meydana gelmiştir. Ancak sermaye çıkışının olduğu yıllar olarak 1991 ve 1994 yıllarında büyüme de, sermaye çıkışlarında paralel şekilde negatif olarak gerçekleşmiştir. 1998 yılında ekonominin içine düştüğü durgunluk üretimde daralmaya ve büyümede düşüşe sebep olmuştur. 2001 yılında ise – 9,5’lik bir negatif büyüme ile ekonomik büyüme bakımından son 50 yılın en kötü sonucu gerçekleşmiştir.¹⁰⁰

Tablo 3: Sermaye Hareketlerinin Etkileri



Belirlenen çerçeve sermaye hareketleri sonrasında görülen temel etkileri içermektedir. Buna göre gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerini serbestleştirmenin ilk yıllarında reel kurda hızlı bir değerlendirme gözlemlenmektedir. Yerli paranın değer kazanması ile birlikte reel gelirlerde artış olmakta ve bu da tüketimi artırılmaktadır. Yatırım harcamalarında ise tüketimdeki canlanma ve bankalar tarafından özel sektöre açılan krediler vasıtalarıyla artış olmaktadır. Sermaye girişleri nedeniyle yaşanacak parasal genişlemenin sterilize edilmediği durumda faiz oranlarında da gerileme olacak ve bu sayede de yatırımlar artacaktır. Reel kurdaki değerlendirme aynı zamanda ithalatı ucuzlatmakta ihracatı ise pahalı hale getirmektedir. Bu nedenle tüketim

¹⁰⁰ Ahmet Ulusoy ve Birol Karakurt, “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Etkileri”, **Ekonomik ve Mali Yorumlar Dergisi**, Cilt.38:1, Sayı.1, Ocak 2001, s.60.

ve yatırım harcamalarının ithalata bağımlılığı yüksek olan gelişmekte olan ülkelerde reel kurdaki değerlenme cari işlemler dengesinin bozulmasına neden olmakta ve bu ülkeler zaman zaman ciddi döviz sıkıntısına girebilmektedirler. Bu çerçevede büyümeye olan net etki sermaye hareketlerinin iç talebe olan olumlu etkisi ile dış ticarete olan olumsuz etkisinin netleşmesi sonucunda belirlenmektedir.¹⁰¹

GOÜ'ler tasarruf açıklarını yabancı kaynaklarla kapatmaktadırlar. Bu nedenle, yabancı sermayenin bir ülkenin tasarruf eğilimi üzerindeki rolünün böylece ekonomik büyüme üzerinde meydana getireceği etkilerin incelenmesi, bütün ülkelerde olduğu gibi Türkiye için de önemlidir. Yabancı sermayenin yurtiçi tasarruflara katkısı konusunda farklı görüşler söz konusudur. “Konuya ilişkin bir görüş, yabancı kaynakların yurtiçi tasarruflara katkıda bulunduğunu belirtmektedir. Bu görüşe göre yabancı sermaye bir ülkenin mevcut kaynaklarının toplam arzındaki bir artışı temsil etmekte ve böylece yurtiçi harcamaların gelecekteki boyutunu artırmaktadır. Dolayısıyla yurtiçi tasarruflar üzerinde pozitif etki meydana getirmektedir. Bu görüşe karşılık yabancı sermayenin tasarruflardan ziyade tüketime katkıda bulunduğuna dair görüşler de vardır.

Yabancı sermaye hareketlerinin Türkiye'deki yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkisini inceleyen çeşitli çalışmalar mevcuttur. Bu çalışmalarda yabancı sermayenin Türkiye'deki yurtiçi tasarrufları çok fazla değiştirmedeği ortaya konulmuştur. Nitekim 24 yıllık bir dönemi kapsayan ekonometrik bir çalışmada yabancı sermaye girişlerindeki bir birimlik artışın Türkiye'de tasarrufları 0,42 oranında azalttığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca sonucun istatistiksel olarak anlamlı olması bu iki değişken arasındaki negatif ilişkiyi doğrulamaktadır”¹⁰².

Eğer tasarruf oranları yüksek ve ekonomi istikrarlı ise yabancı tasarruflar ülkenin parlak geleceğinde yer alabilmek için doğrudan yatırımlar şeklinde gelmeyi tercih etmektedir. Türkiye'nin durumu bu açıdan değerlendirildiğinde; sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı dönemle, ondan önceki döneme ilişkin tasarruf eğilimleri karşılaştırıldığında Türkiye'nin tasarruf eğiliminin pek değişmediği, %20-21 dolaylarında kaldığı görülüyor. Dolayısıyla yabancı tasarruflar yerli tasarrufları ikna etmemiş, önemli bir artış da sağlamamıştır. Türkiye ekonomisinin yeterli istikrar vermemiş olması ülkeye yönelik sermayenin düşük miktarda seyretmesine neden olmuş,

¹⁰¹ Emil, Vehbi, **a.g.e.**, s.7.

¹⁰² Ulusoy, Karakurt, **a.g.e.**, s.60-61.

bunun sonucunda da yabancı sermayenin ulusal tasarruflara olumlu bir katkısı olmamıştır.¹⁰³

3. Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etkileri

3.1. Türkiye'de 22 Kasım 2000-21 Şubat 2001 Krizleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Türkiye 22 Kasım 2000 ve 21 Şubat 2001 tarihlerinde finansal karakterli yeni krizlerle karşılaşmıştır. Likidite ve döviz talebi krizi olarak adlandırılabilir olan bu krizlerin daha önceki krizlerden farkı kapsamlı bir istikrar programının uygulandığı dönemlere rastlamış olmasıdır.

Her iki krizde de milli piyasaların tepkileri kadar uluslararası sıcak paranın hareketleri de dikkat çekici özellikler göstermiştir. 22 Kasım krizinde yaklaşık 1,5 milyar dolarlık sıcak para hemen yurtdışına çıkmış, krizi takip eden günlerde de bu çıkış devam etmiştir. 6 Aralık tarihi itibarıyla yurtdışına çıkan yabancı sermaye miktarı 7 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Sıcak paranın yurtdışına çıkış isteği ise, hem döviz talebi ve döviz fiyatları üzerinde baskı oluşturmuş, hem de likidite talebini üst seviyelere çıkararak faiz oranlarının olağanüstü yükselmesine sebep olmuştur. Sıcak paradaki bu çıkışın 22 Kasım tarihinden önceki aylarda başladığı ve bu tür hareketlenmenin krizi oluşturan süreci hazırladığı da ayrıca tartışılmaktadır. 21 Şubat krizinde ise, ilk günlerde 4.9 milyar dolarlık kısa süreli sermaye yurtdışına çıkmıştır. Bu süreçte ülkeden çıkan toplam yabancı sermayenin ise yaklaşık 7,5 milyar dolarlık bir hacme ulaştığı tahmin edilmektedir. Döviz talebi aşırı talep borsayı çökertirken, gecelik faizlerin %7500'ler gibi astronomik yüksekliklere ulaşmasına sebep olmuştur.

Elbette her iki kriz de ekonomi politika ve uygulamalarındaki hatalardan kaynaklanmışlardır. Ancak gerek 22 Kasım ve gerekse 21 Şubat krizlerinde uluslararası kısa süreli sermayenin ani çıkışlar gerçekleştirerek borsada, faizde ve döviz fiyatlarında oluşan panik havasını yaygınlaştırdığı ve piyasa şoklarının büyümesine katkıda bulunduğu söylenebilir.¹⁰⁴

¹⁰³ Ulusoy, Karakurt, a.g.e., s.60-61

¹⁰⁴ Muhammed Akdiş, "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri Ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler", <http://makdis.pamukkale.edu.tr>,

Uluslararası finans piyasalarında en yüksek getiriyi elde etme arzusunda olan bir yabancı finansal yatırımcı açısından konuyu düşünecek olursak, önümüzdeki hesap kabaca şu şekildedir: Eldeki 1 dolarlık döviz dönemi başında ulusal paraya (Türk Lirasına) verili döviz kurundan çevirip, TL bazında en yüksek getiriyi sağlayan finansal araçlarda değerlendirdikten sonra, vade sonunda elde edilen geliri tekrardan dövize çevirip Türkiye dışına çıkıldığında “net” kazanç ne kadar olacaktır? Bu işlem boyunca uluslararası spekülâtörün finansal geliri Türkiye’deki faiz haddi yükseldikçe artacak, TL'nin yabancı **para** karşısında değer kaybetmesi durumunda da gerileyecektir. TL bazındaki faiz oranını R, döviz kurundaki (TL/\$) artış oranını da E olarak gösterirsek, finansal arbitraj oranı $[(1+R)/(1+E)]-1$ olarak tanımlanmaktadır. Bu şekilde uyarılan yurt dışı kökenli kısa vadeli finansal sermaye (**sıcak para**) hareketleri, Türkiye’nin sağladığı finansal arbitraj getirisi korunduğu müddetçe ulusal mali piyasalara akmaya devam edecektir. Ancak bu tür sermaye akımları özü itibariyle mali piyasalarda kırılmalıklar yaratan unsurla içermektedir ve zaman içinde ulusal ekonomide yeni risklerin doğmasına yapısal zemin hazırlamaktadır. Söz konusu kırılmalıkların en önemli göstergelerini ise, artan dış ticaret ve cari işlemleri açıkları ile “kısa vadeli dış borçların merkez bankası döviz rezervleri karşısındaki yükselen oranları” oluşturmaktadır.

Aşağıdaki tabloda, Türkiye’de 2001 sonrası dönemde yukarıdaki formüle göre hesaplanan finansal arbitraj geliri ile dış borç stoku ve kısa vadeli dış borç stokunun merkez bankası brüt döviz rezervlerine oranı verilmektedir. Son sütunda da toptan eşya fiyatlarıyla indirgenmiş olan reel döviz kuru değeri sunulmaktadır.

Tablo 4: Finansal arbitraj geliri ile dış borç stoku ve kısa vadeli dış borç stokunun merkez bankası brüt döviz rezervlerine oranı

	Spekülatif Finansal Getiri (%)	Dış Borç Stoku (Milyar \$)	Kısa Vadeli Dış Borç Stoku (Milyar \$)	Kısa Vadeli Dış Borç Stoku / Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri (%)	Reel Döviz Kuru a (TL/\$, 2001 = 100)
2001	7,0	113,9	16,4	86,8	100,0
2002	31,8	130,3	16,4	60,7	83,1
2003	45,3	145,8	23,0	68,2	66,3

2004	33,3	153,2	29,3	81,4	55,4
------	------	-------	------	------	------

Kaynak: TC Merkez Bankası Veri Dağıtım Sistemi (www.tcmb.gov.tr)

Hesaplarımıza göre, Türkiye 2001-sonrasında uluslararası finans piyasalarına yıllık bazda ortalama yüzde 30-45 arasında spekülasyon kazanç sunmuş durumdadır. Söz konusu spekülasyon arbitrajın bir ayağını yüksek reel faizler oluştururken, bir diğer unsuru da TL'nin yabancı paralar (özellikle ABD doları) karşısındaki reel değerlenmesinden kaynaklanmaktadır. Eğer döviz kurunun 2001-sonu reel değeri 100 kabul edilirse, 2004 sonu değeri 55.4'e gerilemiş gözükmektedir. Yani, ABD'de yaşanmakta olan enflasyonu göz ardı edersek, 2001'den 2004'e doların TL karşısındaki reel değeri neredeyse yarı yarıya azalmış konumdadır. Öte yandan söz konusu dönemde Türkiye'nin dış borçları 113.9 milyar dolardan, 153.2 milyar dolara yükselmiştir. Bu arada kısa vadeli dış borç stoku da neredeyse iki misline ulaşmış, merkez bankasının döviz rezervlerine oranı olarak da tekrardan yükselme eğilimine girmiştir. 2001 sonunda yüzde 60.7 düzeyinde olan bu oran, 2004 sonu itibarıyla 20 puan yükselerek yüzde 81'e çıkmıştır. Bu oranın yüksekliği uluslararası spekülasyonlar tarafından önemli bir kırılma göstergesi olarak kabul edilmektedir.

Türkiye son üç yıldır uluslararası finans piyasalarında giderek artan hacimlerde kısa vadeli dış borç biriktiren bir ekonomi görünümündedir. Sürekli olarak yüksek finansal arbitraj getirisi ile uyarılan **sıcak para** akımları, ulusal mali piyasaların kırılma eğilimini arttırmakta ve ulusal ekonomi için potansiyel istikrarsızlık unsurlarını beslemektedir.¹⁰⁵

3.2. Granger Nedensellik Testi (Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri -GSYİH)

Bağımlı değişkenin Y olduğu ve açıklayıcı değişkenler arasında X ve X'in gecikmeli değerleri ile Y'nin gecikmeli değerlerinin yer aldığı bir eşitlikte, eğer X'in gecikmeli değerleri Y'yi Tahmin gücümüzü artırıyorsa, bu durumda X'den Y'ye doğru bir nedensellikten bahsedebiliriz.

Pairwise Granger Causality Tests:

Varsayımlar: 1) Zaman serileri durağan

2) Gecikmeler doğru belirlenmiş

3) Hata terimlerinde otokorelasyon yok.

¹⁰⁵ http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan15_9Mar05.pdf

Göstergeler 1. ve 2. eşitliklerin tahmin sonuçlarını göstermiyor. Her iki eşitlik için yapılan testleri gösteriyor.

1. eşitlikte $H_0: \sum \alpha_i = 0$ ise GSYİH Granger nedenselliğine göre KVSH'nin nedeni değildir. Karar kriteri F değeri tablo kritik değeri ile karşılaştırılır yada olasılık değeri %5 ile karşılaştırılır. Eğer %5'ten küçükse H_0 reddedilir , yani GSYİH Granger nedenselliğine göre KVSH sebebidir, diyebiliriz.

Fakat bununla bitmiyor:

1. eşitlikte $H_0: \sum \delta_i = 0$ KVSH Granger nedenselliğine göre GSYİH'nin nedeni değildir, eğer olasılık değeri %5'ten küçükse H_0 reddedilir, KVSH Granger nedenselliğine göre GSYİH'nin nedenidir diyebiliriz.

Bu durumda çift yönlü nedensellik ortaya çıkar.

KVSH \rightarrow GSYİH yada GSYİH \rightarrow KVSH

$$KVSH \rightarrow \sum_{i=1}^n \alpha_i GSYİH_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j KVSH_{t-j} + U_{1t}$$

$$KVSH \rightarrow \sum_{i=1}^n \lambda_i GSYİH_{t-i} + \sum_{j=1}^n \alpha_j GSYİH_{t-i} \delta_j KVSH_{t-j} + U_{2t}$$

U_{1t} ve U_{2t} arasında ilişki olmadığı yani otokorelasyon olmadığı varsayılır. Granger nedensellik testine göre ilgili değişkenlerin tahmini için gerekli bilgi zaman serilerinde yer alır.

- 1) GSYİH'dan KVSH'ya tek taraflı nedensellik olabilmesi için ;
 1. eşitlikteki $\sum \alpha_i \neq 0$ olmalı ve (GSYİH'nin gecikmeli değerleri için tahmin edilen katsayılar.)
 2. eşitlikteki $\sum \delta_i = 0$ olmalıdır. (KVSH'nin gecikmeli değerleri için tahmin edilen katsayılar.)
- 2) KVSH'den GSYİH'ya tek taraflı nedensellik olabilmesi için ;
 1. eşitlikte $\sum \alpha_i = 0$ olmalı,
 2. eşitlikte $\sum \delta_i \neq 0$ olmalıdır.
- 3) İki yönlü nedensellik olabilmesi için;
 1. eşitlikte $\sum \alpha_i \neq 0$ olmalı,

2. eşitlikte $\sum \delta_i \neq 0$ olmalıdır. Bu durumda her iki sıfır hipotezi reddedilmelidir.

4) KVSH GSYİH'dan bağımsız ise;

1. eşitlikte $\sum \alpha_i = 0$ olmalı,

2. eşitlikte $\sum \delta_i = 0$ olmalıdır. Bu durumda her iki sıfır hipotezi kabul

edilmelidir.

3.3. Türkiye'de KVSH ile GSYİH arasındaki Granger Nedenselliği

Dependent Variable: KISA

Method: Least Squares

Date: 06/28/05 Time: 14:40

Sample: 1991:4 2004:4

Included observations: 53

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	920.5482	1051.862	0.875161	0.3856
GSYIH	-0.024220	0.037533	-0.645307	0.5216
R-squared	0.008099	Mean dependent var	257.9245	
Adjusted R-squared	-0.011350	S.D. dependent var	1651.168	
S.E. of regression	1660.512	Akaike info criterion	17.70465	
Sum squared resid	1.41E+08	Schwarz criterion	17.77900	
Log likelihood	-467.1731	F-statistic	0.416422	
Durbin-Watson stat	1.473556	Prob(F-statistic)	0.521621	

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 06/28/05 Time: 14:48

Sample: 1991:4 2004:4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
GSYIH does not Granger Cause KISA	51	0.59325	0.55670
KISA does not Granger Cause GSYIH		0.54848	0.58156

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 06/28/05 Time: 14:46

Sample: 1991:4 2004:4

Lags: 4

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
GSYIH does not Granger Cause KISA	49	0.41101	0.79963
KISA does not Granger Cause GSYIH		3.89283	0.00920

İki gecikmede (lag 2) olasılık değerleri her iki sıfır hipotezi için %5 anlam düzeyinden büyük olduğu için sıfır hipotezlerini reddedemiyoruz. Bu durumda iki

gecikme için kısa vadeli sermaye hareketleri ile Gayri Safi Yurt İçi Hasıla birbirinden bağımsız oldukları sonucu çıkıyor.

Dört gecikme (lag 4) olması durumunda birinci sıfır hipotezi olan GSYİH Granger nedenselliğine göre KVSH'nin nedeni değildir hipotezine ait olasılık değeri anlam düzeyi olan %5'ten büyüktür. Dolayısıyla bu sıfır hipotezini reddedemiyoruz. Yani GSYİH büyümesi Granger anlamda kısa vadeli sermaye hareketlerinin nedeni değildir. İkinci sıfır hipotezinde ise (KVSH Granger Nedenselliğine göre GSYİH'nin nedeni değildir) olasılık değeri %5 anlam düzeyinden küçük olduğundan sıfır hipotezini reddederek kısa vadeli sermaye hareketlerinden GSYİH'ya doğru bir nedensellik olduğunu söyleyebiliriz. Bu da belirttiğimiz teori ile tutarlı bir sonuçtur. Böyle bir ilişkinin dört gecikmede ortaya çıkmasında verilerimizin üç aylık olmasından dolayı doğal karşılanması gerekmektedir.

1989'da sermaye hareketlerinin libere edilmesi ile birlikte, ekonominin genişleme-daralma sarkacı büyük ölçüde kısa vadeli sermaye girişlerine bağımlı hale geldi. 1990-1993 dönemine ait genişleme aralığında giren sermaye, milli gelirin yüzde 3.8'ine ulaşırken büyüme hızı da yıllık yüzde 6'yı buldu. İkinci genişleme dönemi olan 1995-1997 aralığında da sermaye girişinin milli gelire oranı yüzde 4.8'i buldu, ortalama büyüme de yüzde 7.8'e ulaştı. Buna karşılık sıcak paranın kaçtığı 1994'te çıkan sermaye milli gelirin yüzde 4.51 boyutunu bulurken o yıl ekonomi yüzde 6 küçülmüştü. 1998'de de giriş, milli gelirin yüzde 1.8'ine inerken büyüme de yüzde 3.9'da kaldı. Kısa vadeli yabancı sermaye ile büyüme arasındaki ilişki; Sermaye girişiyle büyüme yaşanıyor, büyüme ithalatı artırıyor ve cari açığın büyümesine yol açıyor. Cari açık, yeni borç bulunursa aşıyor ve yeni sermaye girişi ile tekrar büyüme yaşanıyor.

Kısa vadeli yabancı sermaye ile ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye girişleri ile ekonomide büyüme gerçekleşmekte ancak en küçük bir spekülasyonda yabancı sermaye çıkışı başlamakta bu da ekonomide daralmaya ve önlenemezse krize yol açmaktadır. Bu nedenle kısa vadeli yabancı sermaye giriş ve çıkışlarını kontrol altına almak için gerekli yasal düzenlemelerin yapılması, bundan da önemlisi doğrudan yatırımları ülkemize çekebilecek düzenlemelerin yapılarak yabancı yatırımcıların Türkiye'de uzun vadeli yatırımlar yapmasını sağlamak suretiyle ekonomimizin sağlam temeller üzerine oturtulması gerekmektedir.

SONUÇ

Uluslararası sermaye hareketlerinin doğrudan ve portföy yatırımı niteliğinde ele alınmasıyla; gelişmekte olan piyasalara sahip ülkelerin özellikle portföy yatırımları bakımından daha cazip hale geldikleri belirlenmektedir. Bunun başlıca nedeni olarak, gelişmiş piyasalardaki fon fazlalığının karlı bir şekilde değerlendirilebilmesi amacıyla dış piyasalara yönelmesi ve dış piyasalar içinde risk-getiri profiline uygun olarak en optimum yatırımların oluşturulacak portföylere dahil edilmesi gösterilebilir.

Sermaye gereksinimi olan ülkelerin, sosyal, ekonomik, ve politik yapılarındaki istikrarı sağlamaya yönelik atılımları, yabancı sermayeyi çekme yarışında önem kazanmıştır. Çünkü, uluslararası yatırımcı, bekleyeceği yüksek getiriye karşılık riski daha düşük bir ortamı tercih edecektir. Bu durumda, ülke riskliliği yabancı sermaye hareketlerinde önem kazanmaktadır. Ancak, portföy yaklaşımında, diğer yatırım fırsatları da önem kazandığı için ve özellikle arbitraj olanaklarının, ekonomik potansiyele sahip ancak riski yüksek ülkelere daha fazla bulunabilmesi, gelişmekte olan ülkelere de sermaye akışını özendirilmektedir.

Yeni gelişen piyasalardaki büyüme hızları gelişmiş ülkelere oranla daha fazladır; gelişmekte olan piyasalarda fiyat-kazanç oranları da gelişmiş piyasalara oranla daha küçüktür. Uluslararası kurumsal ve bireysel yatırımcıların temel amacı, yönetimlerindeki portföylere en kısa süre içerisinde en yüksek getiriye sağlamaktadır. Bu nedenle, uluslararası borsalarda, yüksek getiri alternatiflerinin oluşması ile yabancı sermaye yön değiştirmektedir. Uluslararası yatırımcılar yatırım kararı verirken; ilgili ülkelerin risk seviyesi, makro-ekonomik temel göstergeleri ve menkul kıymet piyasalarına ilişkin temel analizi esas alır. Temel ekonomik göstergelerden; büyüme hızları, faiz oranları, enflasyon oranı, siyasi ve sosyal riskler ile bütçe açığı uluslararası yatırım kararlarında önemli faktörler arasındadır. Diğer taraftan, yabancı yatırımcı, yatırım kararı öncesinde yatırım yapacağı piyasada işlem gören şirketlerin halka açıklık oranı, temettü verimi, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri, şirketlerin global pazardaki rekabet gücü, finansal ve yönetsel yapıları ile borsaların genel olarak işlem hacimleri, endeksleri, yatırımcı profili ve tercihleri gibi piyasa performanslarını da analiz kapsamına almakta ve değerlendirmektedir. Yatırımcı, analizler sonucunda portföy oluşturma, elindeki mevcut

portföyü bekletme ya da satma gibi aktif-pasif portföy yönetim stratejisini uygulamaya koyar.

Türk sermaye piyasasının yabancı portföy yatırımlarının da kazandıracığı ivme ile gelişmiş ülke piyasalarının seviyesine gelebilmesi, özelleştirme ve vergi politikalarıyla yakından ilgili olmaktadır. Özelleştirme girişimleri ile yabancı yatırımcının dikkatini çeken Türkiye, rekabetçi ortamın oluşturulmasına paralel vergi politikalarında da açıklığı sağlamak amacıyla.

Yabancı portföy yatırımlarının ülkeye getireceği katkılardan faydalanmak üzere öncelikle yapılması gereken, ülkedeki ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanmasıdır. Ekonomik ve siyasi politikalardaki tutarlılık ve süreklilik, yabancı portföy yatırımlarının kısa süreliden, uzun süreli olmasını sağlayacak ve yabancı sermayeden beklenen faydanın gerçekleşme potansiyelini güçlendirecektir. Türk sermaye piyasasının gereksinimi olan sermayenin, serbest piyasa koşulları çerçevesinde bütünleşen finansal piyasa ortamından temini ve rasyonel kullanımı, globalleşen ve etkinleşen bir piyasa ile mümkün olacaktır.

Uluslararası sermayenin kısa vadeli karlara odaklanmış yapısı bütün mali piyasaları hedef haline getirmekte, büyük miktarlı fonların milli piyasalara anlık giriş ve çıkışları ise finansal krizlere yol açmaktadır. Spekülasyonun ve spekülatif sermaye hareketlerinin yol açtığı dalgalanmalar bütün dünya ekonomilerini etkileyebilecek ekonomik sonuçlar da doğurabilmektedirler. Avrupa'da ERM krizi, Güneydoğu Asya krizi, Güney Amerika krizleri ve Türkiye'de yaşanan krizler, kısa süreli sermaye hareketlerinin sorumluluk taşıdığı ekonomik olaylar olarak kabul edilmektedir. Türkiye yapısal sorunları ve istikrarsızlıkları ile tereddütler doğursa da, ekonomik dinamizmi ile kısa süreli sermayenin ilgi alanı içinde yer almaktadır.

Finansal kriz endişesinin bütün ülkeleri tedirgin eden yapısı, finansal krizlerin yaşanmadığı bir finansal yapının kurulması ihtiyacını gündeme getirmektedir. Bu ihtiyaç gelişmekte olan ülkeler kadar gelişmiş ülkeleri de ilgilendirmektedir. Küresel mali sistemin iki önemli kurumu olan IMF ve Dünya Bankası'nın özellikle Güneydoğu Asya krizi sonrasında aldığı büyük eleştiriler, küresel finansal yapının yeniden tanzim edilmesi ihtiyacının da yüksek sesle ifade edilmesine yol açmıştır.

Elbette kısa süreli sermaye hareketlerini yasaklamak küreselleşmenin yaygınlaşması ile çelişen bir uygulama olacaktır. Ancak finansal hareketlerin, spekülasyonların, paradan para kazanmanın öncelikli olduğu bugünkü yapının da uzun süre devam etmesi mümkün değildir. Bu nedenle, IMF ve Dünya Bankasının yeniden yapılandırılması, yeni bir uluslararası denetim ve gözetim kuruluşunun kurulması, kısa süreli sermaye hareketlerine vergi veya sınırlama konulması gibi önerilerin tartışılması gerekmektedir. Tartışmaların dış doğrudan yabancı yatırımların önünü açan, ancak spekülasyonu ve manipülasyonu önleyen bir yapı ortaya çıkarması bütün dünyanın yararına olacaktır.

Kısa vadeli sermaye girişleri ile ekonomide büyüme yaşanırken çıkışları ile de daralma yaşanmaktadır. Türkiye’de kısa vadeli yabancı sermaye giriş ve çıkışlarına makul bir denetim getirilmeli ve Dünyada benzer krizleri yaşamış ülkelerde, özellikle de Asya’da denenmiş ve etkisi ölçülmüş araçlarla sermaye hareketleri kontrol altına alınmalıdır.

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

EKLER**Ek 1 : Türkiye’de 1991-2004 yılları arasında KVSH ile GSYİH verileri**

DÖNEMLER	KVSH	GSYİH	DÖNEMLER	KVSH	GSYİH
1991Q4	623	21200,8	1998Q3	-7021	37632,7
1992Q1	224	17175,3	1998Q4	-1110	27824
1992Q2	930	19730,2	1999Q1	1182	21758,6
1992Q3	569	30138	1999Q2	619	26368,8
1992Q4	688	22356,9	1999Q3	-72	35279,1
1993Q1	1028	18019,7	1999Q4	1700	27239,5
1993Q2	367	21964,1	2000Q1	2091	22978,6
1993Q3	741	32372,1	2000Q2	1608	28195,4
1993Q4	1781	24234,6	2000Q3	2333	38046,4
1994Q1	1410	18954,9	2000Q4	-5010	29568,7
1994Q2	-58	19616,8	2001Q1	-2868	22750,6
1994Q3	-290	29845,9	2001Q2	-348	25435,8
1994Q4	96	22903,1	2001Q3	-741	35186,9
1995Q1	-844	18671,2	2001Q4	-558	26512
1995Q2	-324	22272,4	2002Q1	-59	23273,5
1995Q3	1377	32524,8	2002Q2	-736	27711,7
1995Q4	28	24419,4	2002Q3	-468	38000
1996Q1	798	20290,1	2002Q4	670	29627,1
1996Q2	842	24071,5	2003Q1	-75	25155,8
1996Q3	-370	34245,9	2003Q2	934	28799,2
1996Q4	-700	26137,6	2003Q3	1607	40085,8
1997Q1	891	21692,7	2003Q4	-1	31444,4
1997Q2	261	26110,7	2004Q1	2799	28130,7
1997Q3	792	36655,4	2004Q2	1207	32935,5
1997Q4	-310	28172,4	2004Q3	449	42196,3
1998Q1	946	23697,3	2004Q4	3568	33430,1
1998Q2	474	26959,6			

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi Verileri (milyon \$)

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- Adda, Jacques. **Ekonominin Küreselleşmesi**, İstanbul, İletişim Yayınevi, 2002.
- Afşar, Muharrem. **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları: No: 1558, 2004.
- Akman, Vedat. **Gelecek Yüzyılın Gündemi**, Birinci Basım, İstanbul: Rota yayınları, 1999.
- Alkin, Erdoğan. **Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Türkiye**, Ankara, TCMB, 2002.
- Alp, Ali. **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, Ankara: İMKB Yayınları, 2002.
- Altıntaş M. Berra, “**Kamu İktisadi Teşebbüslerin Özelleştirilmesi ve Özelleştirmenin Sermaye Piyasalarına Etkileri**” SPK Yayınları, Yayın No: 8, Ankara:1998
- Aslan, Nurdan.**Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, İstanbul: Türkmen Kitabevi,1997.
- Başoğlu, Ufuk, Ölmezoğulları, Nalan ve Parasız, İlker. **Dünya Ekonomisi**, Bursa: Ezgi Kitabevi,1999.
- Bulutoğlu, Kenan, **Türkiye’de Yabancı Sermaye**, Gerçek Yayınevi, İstanbul 1970.
- Çetinkaya Özhan, **Türkiye’de Devlet İşletmeciliği ve Özelleştirme** (Bursa:Ekin Kitabevi, 2002)
- Çoşkun, Metin. **Finansal Piyasalar**, Eskişehir: Birlik Ofset Yayıncılık, 2002.
- Demirçelik, Adalet, Temir, Bahşayış. **Şirketler Kesiminin Reel Yatırımları ve Bunların Finansmanı**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1995.
- Eroğlu, Nadir. **Finansal Küreselleşme: Devletin Düzenleyici Rolü Üzerine Etkileri; Küreselleşme: İktisadî Yönelimler Sosyo-politik Karşıtlıklar** (Der.: Alkan Soyak), İstanbul, Om Yayınevi, 2002.
- Ertürk, Emin, **Uluslar arası İktisat**, Alfa Yayınları, 2. Baskı, İstanbul 2001.
- Eşkinat, Rana, **Küreselleşme ve Türkiye Ekonomisine Etkisi**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, 1998.
- Fettahoğlu, Abdurrahman. **Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye**, Ankara, Adalet matbaası, 1981.

- Günel, Mehmet. **Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları**, İstanbul, İMKB Yayınları, 2001.
- İMKB, Araştırma Yayınları , **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, Araştırma Müdürlüğü, İstanbul 1994.
- İnsel, Aysu ve Sungur, Nesrin. “**Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri**” İstanbul: Marmara Üniversitesi İİBF Yayınları, 2000.
- İyibozkurt Erol, **Güncel Ekonomik Sorunlarımız**, Ezgi Kitabevi, 4. Baskı, BURSA 1997.
- Karluk, Rıdvan, **Türkiye de Yabancı Sermaye Yatırımları**, Taştan Matbaası, İstanbul 1983.
- Karluk, Rıdvan. **Uluslararası Ekonomi**, Birinci Basım, Ankara: Turhan Kitabevi,2002.
- Kutlu Erol, Eşkinat Rana, **Dünya Ekonomisi**, ETAM Matbaası, Eskişehir 2002.
- Önder, İzzettin. **Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı Politikaları**, Birinci Basım, İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1993.
- Parasız, İlker ve Yıldırım, Kemal. **Uluslar arası Finansman** Birinci Basım,Bursa: Ezgi Kitabevi, 1994.
- Seyidoğlu, Halil, **Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama**, Güzem Yayınları, İstanbul 2001.
- TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Üzerindeki Etkileri**, (İlk Basım, Ankara: Banknot Matbaası Genel Müdürlüğü), Haziran 2002.
- TÜSİAD, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Özelleştirme Uygulamaları Sempozyumu**, Yayın No: TÜSİAD-T/93, 11-163.
- Uras, Güngör T., **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**, İktisadi Yayınlar Ltd., İstanbul 1979.
- Yasin Melikşah, **SPK ve İşlemleri** (Birinci Basım,Ankara:Seçkin Yayıncılık, Ağustos 2002)
- Yay Turan, G. Yay Gürkan ve Yılmaz Ensar, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, (İstanbul: İTO yayınları, Yayın No:47,2001),
- Yeldan, Erinç. **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2001.

DERGİLER

- Boran Afa, “Yabancı Neden Türkiye'ye Gelmiyor?”, **Capital Dergisi**, 6/2003
- Boratav , Korkut. “Dalgalı Kur ile Daraltıcı Politikalar Kabul Edilmemeli”, **Ekonomik Forum Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 3, (Mart 2001).
- Dorukkaya Şakir, Yılmaz H.Hakan, “Liberalizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler” (Şili ve Meksika Deneyimleri), **Yaklaşım Dergisi**, Yıl:7, Sayı:75, (Mart-1999),
- Ekonomik Araştırmalar Dairesi (Dış Ticaret Müsteşarlığı), “Doğu Asya Krizi”, **Dış Ticaret Dergisi**, Asya Krizi Özel Sayısı, (Mart 1998)
- Emil M.Ferhat, Vehbi M.Tuğrul, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü, Sayı:48, Yaz 2003, Cilt:14,
- Eset, Uğur. “Türkiye'de Finansal Serbestleşme Deneğimin Öğrettikleri ve Reel Ekonomi”, **İktisat Dergisi**, Sayı.363, (Ocak 1997).
- Işıklı Alpaslan, “Asya Kaplanlarına Ne Oldu”, **Mülkiyeliler Birliği Dergisi**, Cilt:XXII, Sayı:206-209, (Nisan/Temmuz-1998)
- İnan, E. Alpay. “Finansal Krizler, Serbest Kur ve Ekonomik Büyüme”, **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, Cilt.13,Sayı.41,(Haziran 2002).
- Kavrakoğlu, İbrahim. “Uluslararası Kalkınma İçin...” Aylık Ekonomi ve Aktüalite Dergisi **Platin**, yıl 7, Mayıs 2004.
- Kazgan, Gülten. “ Krizin Asıl Nedeni Aşırı Serbestlik” , **İktisat Dergisi Özel Sayı: İktisadi Kriz ve Değişim Dinamikleri**, Ağustos 1994.
- Mor Hıdır, “Kriz ve fırsatlar”, **Dış Ticarete Durum Dergisi**, Sayı:40, (Aralık-1998)
- Tunca Zafer, “Asya Krizinde Yapısal Sorunlar”, **İ.S.O Dergisi**, Sayı:386, (Mayıs-1998)
- Ulusoy Ahmet ve Karakurt Birol, “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Etkileri”, **Ekonomik ve Mali Yorumlar Dergisi**, Cilt.38:1, Sayı.1, Ocak 2001
- Yıldırım, Hilal, “Yabancı sermaye ve ABD’ye Yönelik Portföy Yatırımları”, **Ekonomi ve Toplum Dergisi**, Cilt :5 Sayı: 2, Bursa 2002.

GAZETELER

- Büktel,Oğuz. “Blok Satışların Borsaya Etkisi”, **Vatan**, 19 Nisan 2004.
- Ertan Fikret, “Rusya'nın Kafası Karışık”, **Zaman**, 31 Mayıs 1998
- Karacan Ali ihsan, “Özelleştirme İyileşme Sağlıyor mu?”, **Dünya Gazetesi**, 14 Eylül 1994
- Kumcu, Ercan. “Yükselen Piyasaların Finansmanı”, **Hürriyet** , 20 Nisan 2004.
- Kumcu, Ercan. “Yükselen Piyasaların Finansmanı”, **Hürriyet**, 21 Nisan 2004,
- Resmi Gazete, 11 Ağustos 1989.
- Turagay R.Tuna, “Brezilya'da Neler Oluyor?”, **Dünya**, 5 Şubat 1999, Cuma
- Uludağ İlhan, “1990 Sonrası 2. Krizi Yaşayan Rusya-1”, **İ.T.O. Gazetesi**, 16.10.1998
- Yeldan Erinç, Balkan Erol, “Sıcak Para ve Türkiye”, **Cumhuriyet**, 31 Temmuz 1996.

İNTERNET KAYNAKLARI

- Akdış Muhammed, “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri Ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler”, <http://makdis.pamukkale.edu.tr> (2004)
- Cansen, Ege. “Sermaye Hareketleri”, <http://www.hurriyetim.com.tr/>, (24 Ekim 2002)
- DİE, “İstatiksel Göstergeler”, www.die.gov.tr.(2004)
- DPT, “İstatiksel Göstergeler”, www.dpt.gov.tr.(2004)
- Gökbel Serpil Altınırnak, <http://www.eso.es.net.kurumsal/yazi.asp?77>(2004)
- Güçlü, Yücel. 2001, “Yabancı Sermaye Çekimi, Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması Anlaşmaları”.
<http://www.mfa.gov.tr/turkce/grupe/ues8/yabancisermaye.htm>).(2004)
http://www.petrol-is.org.tr/2003_CD/03_devlet/govde.htm
[http://www.ekonomist.gen.tr/articles\(07.05.2004](http://www.ekonomist.gen.tr/articles(07.05.2004)
[http:// www.hazine.gov.tr/mevzuat/ystk.htm](http://www.hazine.gov.tr/mevzuat/ystk.htm)
<http://www.tcmb.gov.tr>
<http://www.tspakb.org.tr/paneller/vergi/anas.htm>
http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan15_9Mar05.pdf