

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

**YABANCI SERMAYE HAREKETLERİNİN
BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Yüksek Lisans Tezi

Sabri YÜKSEKDAĞ

İstanbul, 2008

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

**YABANCI SERMAYE HAREKETLERİNİN
BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Yüksek Lisans Tezi

Sabri YÜKSEKDAĞ

Danışman: DOÇ.DR. NADİR EROĞLU

İstanbul, 2008

Marmara Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Tez Onay Belgesi

İKTİSAT Anabilim Dalı İKTİSAT POLİTİKASI Bilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi SABRİ YÜKSEKDAĞ'ın YABANCI SERMAYE HAREKETLERİNİN BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 19.06.2008 tarih ve 2008-10/25 sayılı kararıyla ile oluşturulan jüri tarafından oy birliği / oy çokluğu ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

Tez Savunma Tarihi : 23.10.2008

1) Tez Danışmanı : DOÇ. DR. NADİR EROĞLU

2) Jüri Üyesi : DOÇ. DR. TUNCAY CAN

3) Jüri Üyesi : YRD. DOÇ. DR. JALE YALINPALA ÇOKGEZEN



İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
TABLO LİSTESİ	I
ŞEKİL LİSTESİ	II
KISALTMALAR	III
GİRİŞ	1
1. BÜYÜME VE SERMAYE HAREKETLERİ	3
1.1. İktisadi Büyüme.....	3
1.1.1. İktisadi Büyümenin Tanımı ve Kaynakları.....	3
1.1.2. İktisadi Büyüme Teorilerine Genel Bir Bakış.....	6
1.1.3. İktisadi Büyümenin Sağlanmasında Dış Finansman.....	7
1.2. Sermaye Hareketleri ve Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi.....	9
1.2.1. Finansal Küreselleşme Kapsamında Sermaye Hareketleri.....	9
1.2.2. Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Türleri.....	11
1.2.3. Sermaye Hareketlerinin Teorik Çerçevesi.....	12
1.2.4. Sermaye Hareketlerinin Gelişim Biçimleri.....	15
1.2.4.1. Sermaye Hareketlerinin Kanalları.....	17
1.2.4.2. Sermaye Hareketlerinin Boyutları.....	19
1.2.5. Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri.....	21
1.2.6. Sermaye Hareketlerinin Kontrolüne ve Kısıtlanmasına Yönelik Yaklaşımlar.....	24

	Sayfa No.
2. TÜRKİYE’DE SERMAYE HAREKETLERİ VE BÜYÜME	26
2.1. Türkiye’de Sermaye Hareketleri.....	26
2.1.1. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Sermaye Hareketlerinde Serbestleşme Süreci.....	26
2.1.1.1. 24 Ocak 1980 Kararları.....	28
2.1.1.2. 32 Sayılı Karar ile TL’nin Konvertibilitesi, Mal ve Sermaye Hareketlerinde Tam Serbestleşme.....	30
2.1.2. Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Türleri ve Boyutları....	32
2.1.2.1. Doğrudan Yatırımlar.....	35
2.1.2.2. Portföy Yatırımları.....	38
2.1.2.3. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri.....	40
2.1.2.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	41
2.2. Türkiye’de Ekonomik Büyüme.....	43
2.2.1. Ekonomik Büyümenin Gelişimi.....	43
2.2.2. Türkiye’de Ekonomik Büyümeye Olan İhtiyaç.....	45
2.2.3. Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynakları.....	46
2.3. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etki Kanalı.....	51
3. TÜRKİYE’DE SERMAYE HAREKETLERİNİN BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ: EKONOMETRİK ANALİZ	60
3.1. Araştırmanın Kısıtları.....	60
3.2. Veri Seti ve Yöntem.....	60
3.3. Ekonometrik Model Tahmini ve Yorumlanması.....	64
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	70
EKLER	74
KAYNAKÇA	79

TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1: Gelişmekte Olan Ükelere Sermaye Girişinin Türüne Göre Dağılımı (%).....	18
Tablo 2: Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Hareketleri (Milyar Dolar)...	20
Tablo 3: Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar).....	34
Tablo 4: Türkiye'de Doğrudan Yatırımların Gelişimi (Milyon Dolar).....	37
Tablo 5: Özelleştirme Gelirleri (Milyon Dolar).....	37
Tablo 6: Net Sermaye Hareketi ve Büyüme (Milyon Dolar).....	47
Tablo 7: Temel Makro Ekonomik Göstergeler.....	49
Tablo 8: 1987 Sabit Fiyatlarıyla Reel GSYİH Unsurlarındaki Artışlar (Bin YTL)...	50
Tablo 9: Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (Tüfe Bazlı 1995=100).....	54
Tablo 10: Cari İşlemler Açığını Finanse Eden Taraflar (Milyar ABD Doları).....	57
Tablo 11: Sermaye Hareketleri ve Büyüme Korelasyon İlişkisi.....	58
Tablo 12: Sermaye Hareketleri Türlerinin Korelasyon İlişkisi.....	59
Tablo 13: Modeldeki Değişkenler.....	62

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No.
Şekil 1. Sermaye Hareketlerinin Gelişimi (Milyar Dolar).....	32
Şekil 2: Türkiye’de Doğrudan Yatırımlar 1984-2006/09 Milyon Dolar.....	38
Şekil 3: Türkiye’de Portföy Yatırımları 1984-2006/09 Milyon Dolar.....	40
Şekil 4: Sermaye Hareketlerinin Etkileri.....	53
Şekil 5: Reel Efektif Döviz Kuru (Tüfe 1995=100)....	55

KISALTMALAR

çev.	Çeviren
ÇUŞ	Çok Uluslu Şirket
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
EKK	En Küçük Kareler Yöntemi
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülke
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
s.	Sayfa Numarası
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
VIF	Varyans Büyütme Faktörü
YTL	Yeni Türk Lirası

GİRİŞ

1970'li yıllarda ithal ikameci kalkınma stratejisini benimsemiş birçok gelişmekte olan ülke (GOÜ), petrol krizi sonrası ekonomik yönden önemli ölçüde kaynak sıkıntısına girmiştir. Özellikle tasarruf açığı ve ödemeler dengesi sıkıntısı çeken gelişmekte olan ülkeler sermaye birikiminin yetersiz olması sonucu kalkınmalarını sağlayabilmeleri için dış finansman kaynağına ihtiyaç duymaktadırlar. Bir ekonomide üretimin temel unsuru olan sermaye, emek faktörüne göre kıt olduğundan sermaye faktöründeki artışların yatırımları da arttırması ekonomik büyümeyi olumlu yönden etkilemektedir. Küreselleşmenin 1980'li yıllardan sonra ivme kazanmasıyla en önemli savı olan sermayenin önündeki engellerin kaldırılması bu sürecin merkezini oluşturmaktadır. Küreselleşme sürecinin hız kazanması ile sermayenin önündeki engellerin kaldırılması, teknoloji, iletişim ve haberleşme alanlarındaki gelişme ile birlikte gelişmiş ülkelerdeki fazla fonlar ülkeler arasında anlık bir şekilde hareket etmeye başlamış ve sermayenin bu gelişmelerle birlikte hacmi de artarak bu sayede ulusal piyasalar uluslararası piyasalar haline dönüşmüştür.

Küreselleşmenin ivme kazanması ile birlikte Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarını sağlamasında yabancı sermaye hareketlerinin etkisi ve önemi, finansal serbestleşme teorileri ışığı altında analiz edilecektir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler 1980 sonrası finansal serbestleşme yoluna giderek fon gereksinimlerini ülkeye giren sermaye hareketleri sonucu karşılamışlardır.

Bu çalışmanın temel amacı, 1980 sonrası finansal serbestleşme ile hız kazanan sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisine olan etkilerini incelemek, ekonomik büyümenin kaynakları da dikkate alınarak yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye hangi yönde ve ne derecede etki ettiğini ekonometrik analiz çerçevesinde açıklamaya çalışmaktır.

Toplam üç bölümden oluşan bu çalışmanın birinci bölümünde, finansal liberalizasyon ve küreselleşme ışığı altında sermaye hareketleri ve iktisadi büyümenin tanımı ve teorik çerçevesinin yanında gelişim biçimleri, türleri ve boyutları incelenmektedir.

İkinci bölümde Türkiye’de yabancı sermaye hareketlerinin gelişimi, boyutları ve türlerinin yanında Türkiye’de ekonomik büyümenin gelişimi, kaynakları ve ülke ekonomisinin ekonomik büyümeye olan gereksiniminin önemi ele alınmaktadır.

Üçüncü ve son bölümde, sermaye hareketlerinin büyüme üzerine etkileri ekonometrik analiz çerçevesinde ortaya konulmaktadır. Bu analiz sonuçlarından hareketle yabancı sermaye hareketlerinin Türkiye’de büyümeye olumlu ve olumsuz etkileri açıklanmaya çalışılmakta ve ekonomik büyümenin kaynaklarına sermaye hareketlerinin ne derecede etki ettiği incelenmektedir.

1. BÖLÜM

BÜYÜME VE SERMAYE HAREKETLERİ

1.1.İktisadi Büyüme

1.1.1. İktisadi Büyümenin Tanımı ve Kaynakları

İkinci Dünya Savaşı ertesinde Doğu ve Batı Blokları arasındaki ekonomik yarış ve diğer ülke ekonomilerinin sürekli bir gelişme sürecine girmesi sonucunda büyüme sorunu önemli bir hal almaya başlamıştır. 1970'lere kadar ekonomi yazınında en çok eser verilen alan büyüme ve kalkınma olmuştur. Bütün bu araştırmalar sonucunda büyüme ve kalkınma kavramlarının içeriği netleşmiştir. Bu bağlamda kalkınma sürecinin konusu, az gelişmiş ekonomiler olmuştur. Bu ekonomilerde gelişmiş bir ekonomik yapıya ulaşabilmesi için gerekli değişim ve dönüşümlerin dikkate alınması, bu kavrama daha kapsamlı bir içerik kazandırmıştır. Bu nedenle kalkınma; büyüme artı yapısal değişim olarak tanımlanmış¹, kalkınma büyüme de içine alan daha geniş bir kavram olarak literatüre girmiştir.

İktisadi büyüme kişi başına reel hasıladaki artışları ifade eder. Bu artışlar ancak uzun dönemde ülkenin üretim ölçeğinin genişlemesi veya daha üretken kullanılması sayesinde ortaya çıkacağından, iktisadi büyüme sorunu genellikle bir uzun vade sorunu olarak kabul edilir. Çünkü işgücü, sermaye, doğal kaynaklar ve teknoloji gibi üretim faktörlerinin miktarı ancak uzun dönemde arttırılabilir. Bu nedenle büyüme arz cephesince belirlenmektedir. Başka bir deyişle bir ülkenin üretim olanakları eğrisinin dışı doğru ve uzun dönem toplam arz eğrisinin sağa doğru kaymasına yol açan sebepler iktisadi büyümenin konusunu oluşturmaktadır.²

İktisadi büyüme temelde iki şekilde anlaşılmaktadır:

¹ Hüsnü Erkan, **Bilgi Toplumu ve Ekonomik Gelişme**, İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1994, s.15.

²Aykut Kibritçioğlu, “İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni Büyüme Modellerinde Beşeri Sermayenin Yeri”, **A.Ü. SBF Dergisi**, Cilt 53, 1998, s.208.

i) Eksik istihdamdaki ekonominin bu durumdan çıkışı sırasında meydana gelen üretim artışları sonucunda ortaya çıkan İş Çevrimleri'ne (Business Cycles) dayalı iktisadi büyüme.

ii) İkincisi tam istihdam veriyken, ekonomik yapıya yeni faktör girdilerinin ilave edilmesi, teknolojinin gelişmesi sonucunda ortaya çıkan orta ve uzun dönemli büyümedir.

İktisadi büyüme süreci, sermaye birikimi, teknolojik gelişme, coğrafi ve kültürel etkenler, gelir dağılımı, hükümet politikaları ve makroekonomik istikrar gibi çeşitli olası etkenlerin kendi aralarındaki karşılıklı dinamik etkileşimlerinin sürekli değişim halindeki net sonucudur. Buna göre iktisadi büyüme literatürünün iktisadi büyüme sürecinde rol oynayan ve hem iktisadi hem de iktisadi olmayan faktörlerin birlikte ele alınması ve bu faktörler ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin yönü ve büyüklüğünün saptanması gittikçe zenginleşen modern iktisadi büyüme kuramının ikame ediciliğinden çok tamamlayıcılık özelliğini göstermektedir.³

Uzun dönemde istikrarlı büyümenin kaynağı güçlü bir kurumsal alt yapı ve teknolojinin gelişmişlik düzeyidir. Bir ülkede teknolojik gelişme, güçlü kurumların varlığını gerektirir ve teknolojik yenilik yaratma düzeyi ile güçlü kurumların varlığı da ekonomik büyümenin temelini oluşturur. Öte yandan teknolojik gelişme Klasik İktisat Okulu'ndan itibaren büyümenin yönlendiricisi olarak kabul edilmektedir. Teknolojik gelişme kapasitesinden yoksun ve teknolojiyi verimli olarak kullanamayan gelişmekte olan ülkeler yapısal açıdan daha zayıf bir görünüme sahiptir.⁴ Ekonomik büyümede rol oynayabilecek temel faktörlerin etkilerinin derecesi ve yönünü belirlemek amacıyla yapılan ampirik çalışmaların temelini Cobb-Douglas üretim fonksiyonu oluşturmaktadır. Bilindiği üzere, sermaye, işgücü ve teknoloji bu fonksiyondaki temel değişkenlerdir. Dolayısıyla, oluşturulan regresyon denklemlerinde ele alınan değişkenler de söz konusu bu üretim faktörleri göz önüne alınarak belirlenmektedir. Öte yandan Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) ve Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)'nin hesaplanmasında, kamu ve özel sektörün fiziki yatırım harcamalarını (altyapı, makine

³ Türkiye Ekonomi Kurumu, **Büyüme Stratejileri**, Tartışma Metni, 2003, ss.1-8.

⁴ Alev Söylemez, "Küreselleşme, Yapısal Dönüşüm ve Büyüme: Bilgi Göstergeleri Işığında Türkiye Açısından Bir Değerlendirme", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt 15, Sayı 51, 2004, ss.36-37.

ve teçhizat vs.) yansıtan gayri safi sabit sermaye oluşumu, iktisadi büyüme bakımından oldukça önemlidir. Gayri safi sabit sermaye oluşumunun toplam harcamalar içindeki payı ve gelişme hızı diğer harcamalara göre daha yüksek olması gerekir.⁵

Bir ekonomide üretimi meydana getiren temel unsurlardan biri olan sermaye, emeğe göre kıt faktör olduğundan iktisadi büyüme açısından özel bir önem taşımaktadır. Ekonomide sermaye stoğunun artması büyüme göstergesi sayılmaktadır. Sermaye stoğunun artması, bu stoğa yapılan ilaveler olan net yatırımların artmasına bağlıdır. Ancak az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde gerek sermaye gerekse de yetişmiş iş gücünün yetersiz olduğu görülmektedir. Bu ülkeler kalkınmak için tasarruf açığının yanında yeterli teknoloji birikiminden de yoksundurlar. Modern teknoloji önemli ölçüde bilgi birikimi gerektirdiğinden yüksek gelire sahip ve araştırma geliştirme programlarına yeterli kaynak ayırabilen ülkelerden belli bir maliyetle sağlanabilmektedir. Doğrudan yatırımlar; sermaye, teknoloji, eğitilmiş beşeri sermaye gibi temel üretim faktörlerine yaptığı doğrudan katkı dolayısıyla önemli bir büyüklüğe ulaşıyorsa büyümenin de temel bir değişkeni olmaktadır.⁶

Gelişmekte olan ülkeler tasarruf açığını kapatabilmek için değişik politika arayışları içine girmişlerdir. Bu ülkelerin önemli bir bölümü uzun süre ekonomide dışa bağımlılığın azaltılmasını, yurt içi kaynaklara dayanan sanayileşme ve ekonomik büyüme stratejisi olan ithal ikamesi politikasını uygulamışlardır. Bu ülkeler 1960'lı yıllarda uygulanan bu politikaları, ekonomik büyüme için ihtiyaç duyulan gerekli döviz kaynağını sağlayamaması ve gelişmekte olan ülkelerin sık sık ödemeler dengesi sorunları ile karşı karşıya kalması sonucu terk ederek ihracata dayanan sanayileşme politikasını benimsemişlerdir. İhracat, ekonomik büyümeyi uyarıcı ve bunu açıklayan önemli bir unsur olarak görülmüştür.⁷

⁵ Ebru Yalçın, "İktisadi Büyüme ve Dış Krediler: Amprik Bir Çalışma", (TCMB Uzmanlık Tezi, Eylül 2005), s.9.

⁶ İstanbul Ticaret Odası, **Türkiye'den Yurtdışına Doğrudan Sermaye Yatırımları ve Türk Yatırımcıları**, İstanbul: 2003. s.11

⁷ İstanbul Ticaret Odası, **Dış Talebe Bağlı Ekonomik Büyümeye Geçişte Mikro Ekonomi Politikaları**, İstanbul: 2003, s.13.

1.1.2. İktisadi Büyüme Teorilerine Genel Bir Bakış

Nitelikli emek ve teknolojik yenilikler ekonomik büyümeye katkıda bulunan temel unsurlardır. Geçmişte Klasik İktisatçıların analizlerinde nitelikli işgücünü ve yeni teknolojileri genellikle inkar etmedikleri fakat bu unsurlara gereken ve hak ettikleri yeri vermedikleri görülmektedir. Bunun başlıca nedeni analizlerinde öncelikleri başka konulara vermeleridir. Adam Smith ve David Ricardo kapitalist düzenin üstünlüklerini ispatlamaya uğraşırken, Karl Marx'ta emekçinin nasıl sömürüldüğü üzerine yoğunlaşmıştır. Smith'e göre büyümenin temel belirleyicisi üretimdeki işbölümüdür. İşbölümü sonucu verimlilik artacağından çalışan kişi başına artan verimler yasası geçerlidir. Horrod-Domar modelinin temel amacı ise istikrarlı büyümenin temel koşullarını bulmaktır, bu modele göre büyümeyi belirleyen unsurlar yatırımların ve sermaye-çıktı artış oranının büyüklükleridir. Schumpeter'e göre ise teknolojik yeniliklerin büyüme üzerinde etkileri önemlidir. Kapitalizm 'yaratıcı yıkım(creative destruction)' etkisine sahiptir ve bunun da temelinde teknolojik yenilikler vardır, dolayısıyla teknolojik yenilikler sistem gereği kaçınılmaz bir sonuç olarak ortaya çıkmaktadır.⁸

Neo-Klasik büyüme modelleri ekonomik büyümeyi teknolojik gelişme ve nüfus artışı gibi dışsal faktörlere bağlarken, Keynesçi modellerde ise büyüme esas olarak yatırımlara bağlanmıştır.⁹ Neo-Klasik büyüme modeli, teknoloji düzeyinin bütün ülkelerde aynı olduğu ve değişmediği varsayımı altında, gelişmekte olan ve gelişmiş ekonomilerin uzun dönem reel büyüme oranlarının uzun dönem değerine yaklaşacağı ve bu oranın da sıfır olduğu sonucunu vermektedir. Bu hipoteze literatürde Yakınlaşma Hipotezi (Convergence Hypothesis) ve gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkeleri yakalamalarına da Yakalama Süreci (Catching Up Process) adı verilmektedir. Yakalama Süreci zengin ülkelerden, sermayenin getirisinin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere doğru bir sermaye akışının olduğunu ifade etmektedir. Bu ülkeler arasındaki faiz haddi farklılıkları sürece eşlik ederek, sermaye akımını uyararak, zamanla sermaye hareketleri faiz haddi farklılıklarının ortadan kalkmasına ve sonuçta ülkelerin reel büyüme oranının sıfıra doğru giderek birbirlerine yaklaşmasına yol açmaktadır.

⁸ Hasan Gürak, **Ekonomik Büyüme ve Küresel Ekonomi**, Bursa: Ekin Yayınevi, 2006, ss.53-88.

⁹ Selim Soydemir, **Türkiye'de Finansal Fon Akımları**, Ankara: SPK Yayınları, 1998, s.3.

Hipotez yoksul ülkelerin zengin ülkelere daha hızlı büyüyerek, onları er geç yakalayacağını öngörmektedir. Ancak Neo-Klasiklerin yaklaşma hipotezi dünya ekonomisi ile ilgili gözlemlere uymamaktadır. Teknolojinin dışsal ve sabit olduğu varsayımının gerçekçi olmadığı anlaşılmıştır. Üstelik Barro'ya göre gerçekte Koşullu Yakınlaşma (Conditional Convergence) ortaya çıkmaktadır. Kişi başına reel gelir düzeylerinin uluslararası düzeydeki yaklaşması ancak benzer kurumsal koşullara sahip ülke grupları içinde gerçekleşebilmektedir.¹⁰

Günümüz iktisadi büyüme teorilerinin temelleriyse, Klasik İktisadın önermeleri ve çözümlenmeleri üzerine inşa edilmiştir. Toprağın sabit olarak alındığı sermaye ve işgücünün yer aldığı üretim fonksiyonunu kullanan Klasik İktisatçılar, sermaye birikimi, kişi başına düşen gelir ve nüfus artışı, rekabetin şartları, genel denge dinamikleri, işgücünün uzmanlaşması, azalan verimler yasası ve fiziki sermayenin oluşumuna katkısı gibi modern iktisadi büyüme teorilerinin temel olarak yer aldığı genel ekonomik denge içinde büyüme perspektifini belirlemişlerdir. 1950'li yıllarda modern ekonomik büyüme teorisine yapılan en önemli katkı 1956 yılında Solow ve Swan tarafından olmuştur. Solow ve Swan tarafından geliştirilen Neo-Klasik üretim fonksiyonunda her bir girdinin azalan verimliliği, girdiler arasında pozitif ikamenin, ölçek verimliliğinin ve tasarruf oranlarının sabit olduğu varsayılarak ele alınmaktadır. Her bir işçiye düşen sermaye oranı ne kadar az olursa o denli yüksek verimlilik ve yüksek büyüme oranına ulaşılabilecektir. Öte yandan Solow ve Swan uzun dönem ekonomik büyüme oranının en önemli unsuru olan teknolojik gelişmeyi göz ardı ederek uzun dönem büyüme denkleminde açıklık getirememiştir. Daha sonrasında Romer ve Lucas diğer makro politikardan ziyade uzun dönemli iktisadi büyüme unsuru üzerine yoğunlaşarak, temel olarak içsel dinamiklerle belirlenen büyüme olgusu, insan gücü sermayesinin birikimi ve teknolojik gelişimi, araştırma ve geliştirme faaliyetleri üzerinde yoğunlaşmıştır.¹¹

1.1.3. İktisadi Büyümenin Sağlanmasında Dış Finansman

Bir ülkenin kalkınması ve yüksek bir gelişme hızı elde edebilmesi için yeterli kaynağı yoksa yani yatırımlarını finanse edecek yeterli tasarrufa sahip değilse ortada iki

¹⁰ Kibritçioğlu, s.214-215.

¹¹ Yalçın Gübe, "İktisadi Büyüme ve İhracat Performansı", **Hazine Dergisi**, 6.Sayı, Nisan 1997, s.17-19.

çözüm yolu vardır. Ülke bu tasarruf açığını kapatabilmek için ya eski tasarrufları kalkınma için kullanacak ya da yabancı tasarrufları yurda çekmek isteyecektir. Bu ise ülkenin dış borçlanması veya ülkeye yabancı sermaye girişi ile sağlanacaktır.¹² Gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanma yerine daha çok finansal serbestleşme politikaları ile dışa açılma yolunu tercih ettiği ve bu sayede uluslar arası sermaye hareketlerini ülke içine çektikleri görülmektedir

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınma öncelikleri, sürdürülebilir bir ekonomik büyümenin başarılmasını, yatırımların artırılmasını, dünya pazarlarında ihracat gücünün artırılmasını, daha fazla ve daha iyi istihdam fırsatlarının yaratılmasını, teknolojik gelişmenin güçlendirilmesini ve gelecek nesiller için çevrenin korunmasını içermektedir. Dünya ekonomisindeki serbestleşme ve küreselleşme eğilimleri, gelişmekte olan ülkelerin bu hedefleri başarımada kendi kaynaklarını ve kapasitelerini geliştirmesi için baskı yapmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik kalkınmalarının finansmanında var olan yapısal darboğazlar ve bunun hem nedeni hem de sonucu olarak ortaya çıkan sermaye birikimi yetersizliği karşısında tek alternatifi dış finansmanlardır.¹³ Dış finansman tasarruf açığını kapatmada ve ekonomik kalkınmayı sağlamada ülkeler açısından en kolay yol olduğundan gelişmekte olan ülkeler bu yola daha çok başvurmaktadır.

Dış Finansman gelişmekte olan bölgelere yabancı sermaye çekmenin en geleneksel şeklidir, aynı zamanda en tehlikelidir. Genellikle özel sektöre yönelen doğrudan uluslar arası yatırımlar dan farklı olarak, uluslar arası alanda kredi sağlama borçlu devleti yükümlülük altına sokmaktadır. Bu yükümlülük; döviz olarak geri ödeneceğinden borç alanın kendine ait ödeme gücüne, merkez bankasının sahip olduğu döviz rezervine bağlı olduğundan son derece önemlidir. Tamamlayıcı bir tasarrufa benzeyen dış finansman Ragnar Nurkse'nin tanımladığı gibi fakirlik kısır döngüsünü kırmayı sağlar. Gelirlerinin zayıflığı nedeniyle fakir ülkeler önemsiz bir tasarruf hacmine sahiptir ve gelir yaratacak yatırım finansmanlarından yoksundurlar. Makro

¹² Rıdvan Karluk, "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı" Ankara: TCMB Yayınları, 2001, s.102.

¹³ DPT, **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonları Raporu**, Ankara: Mayıs 2000, s.2.

ekonomik planda, dış finansmanın getireceği hazır para, borç alan ülke için ille de yatırım artışı demek değildir.¹⁴

1.2. Sermaye Hareketleri ve Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi

1.2.1. Finansal Küreselleşme Kapsamında Sermaye Hareketleri

Dünya ekonomisi 2. Dünya Savaşından itibaren, 1970'li yıllardan sonra hızlı bir küreselleşme eğilimi içindedir. Bu sürecin önündeki engellerinde 1970'li yıllardan sonra giderek ortadan kalkması bu oluşumu hızlandırmaktadır. 1970'lerden sonra hızlanan süreç, 2. Dünya Savaşı öncesi döneme göre daha kısa süreli ve spekülasyon yönü daha ağır basmaktadır. Bretton-Woods sisteminin çöküşünden sonra en önemli oluşum, ülkelerin finans sistemi üzerindeki kısıtlama ve denetimlerini kaldırarak ekonomilerini uluslararası sermaye akımlarına açmalarıdır. Bu anlamda deregülasyon (kuralsızlaştırma) uygulamasının uzantısı olarak ulusal finans piyasalarında sınırların ortadan kalktığı görülmektedir.¹⁵

Finansal küreselleşme kavramı, ulusal finans piyasaları üzerindeki resmi denetimlerin kaldırılması ve ekonomilerin uluslar arası sermaye akımlarına açılarak sermayenin önemli boyutlara ulaşması anlamına gelmektedir. Finansal liberalizasyon ile genellikle hükümetler bankacılık sistemi üzerinde denetim ve kısıtlamaları kaldırmaktadır.¹⁶ İşte bu denetim ve kısıtlamaların kaldırılması spekülasyon hareketlerde artışı önemli boyutlara ulaştırmıştır.

1971'de sabit döviz kurlarına dayanan Bretton Woods sistemi çökmeden hemen önce dünyadaki tüm döviz işlemlerinin % 90'dan fazlası finansman ticareti ve yatırımlarla ilgili iken % 10'dan daha az bir bölümü spekülasyon amaçlıydı. Bugün bu rakamlar tersine dönerek, işlemlerin % 90'dan fazlası spekülasyon amacı taşımaktadır. Gün içinde yirmi dört saat boyunca trilyonlarca dolar dünyanın büyük döviz piyasaları aracılığı ile anlık hızlarla hareket etmekte ve uluslar arası ticareti kendi

¹⁴ Jacques Adda, **Ekonominin Küreselleşmesi**, Sevgi İnceci (çev.), İstanbul: İletişim Yayınları, 2002, ss.134-135.

¹⁵ Nadir Eroğlu, "Finansal Küreselleşme: Devletin Düzenleyici Rolü Üzerine Etkileri", **Küreselleşme İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşıtlıklar**, içinde, Alkan Soyak (drl.), İstanbul: Om Yayınevi, 2002, ss.14-15.

¹⁶ M. Tuba Ongun, "Finansal Globalleşme", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt 4, Sayı 9, 1993, s.38.

içinde karlı bir oyun haline getirmektedir. Teknolojinin bir gün yaratıcı olmayan riskli bir kumarın hizmetine sunulacağını sezen John Maynard Keynes bu durumu açıklamak için ‘gazino ekonomisi’ ibaresini kullanmıştır.¹⁷

Liberalleşme sürecinde ekonomik büyümeyi-kalkınmayı hedefleyen ve bunun gerçekleştirilmesini sağlamak için yeterli yurt içi tasarruf ve sermaye miktarına sahip olmayan az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, uluslar arası sermayeye kapılarını açabilmek için finansal serbestleşme yoluna giderek yasal düzenlemelere hız kazandırmıştır. Bu süreç ile birlikte bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan hızlı gelişmeler uluslararası sermaye hareketlerini arttırmış ve süreç etkisini finansal sistemde daha da hissettirmiştir. Diğer taraftan, finansal küreselleşmenin itici gücü olan finansal serbestleşmenin benimsenmesinde, 1980’lere egemen olan Neo-Klasik iktisadi düşüncenin de rolü büyüktür. Yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağı temeline dayanan Neo-Klasik düşünceye göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda tasarruflar sermaye açığı olan ülkelere akacaktır. Diğer bir deyişle ekonomik etkinliği geliştirerek büyüme ve istihdamı gerçekleştirmek için yeterli yurt içi tasarruflara sahip olmayan ülkeler, faiz oranını yükselterek tasarruf fazlası olan ülkelere yatırımlar çekecektir. Söz konusu süreç tasarruf açığı olan ülkelerdeki faiz oranlarının gelişmiş ülkelerdeki faiz oranı seviyelerine inene kadar devam edecektir.¹⁸ Bu süreçte faiz oranları ülkeler arasında eşitleninceye kadar devam ederken rekabetin artmasıyla finansal piyasalar daha verimli hale gelecek böylece tasarruf sahibi ve yatırımcılar için daha iyi olanaklar oluşacaktır.¹⁹

¹⁷ Robert Went, **Küreselleşme Neoliberal İddialar Radikal Yanıtlar**, Emrah Dinç (çev.), İstanbul:Yazın Yayıncılık, 2001, ss..31-32.

¹⁸ Fatih Altun, “Bankacılık Sektöründe Yabancı Sermaye Girişi ve Ulusal Ekonomi Üzerindeki Etkileri”, (Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, BSE, 2006), s.4.

¹⁹ Aysu İnel ve Nesrin Sungur, “Sermaye Akımlarının Temel Makro Ekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri:Türkiye Örneği 1989:III-1999:IV”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, Aralık 2003, s.4.

1.2.2. Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Türleri

Sermaye hareketleri, genelde bir ülkede yerleşik kişi ve kuruluşların yabancı bir ülkede yaptıkları fiziki yatırımlarla (üretim tesisleri, bina, arazi vs), sınır ötesine aktarılan mali fonlardan (yabancı tahvil, hisse senedi, hazine bonosu alım satımı vb) oluşur. Ödemeler bilançosu açısından, yurt dışından ülkeye sermaye girişi bir alacak işlemi, ülkeden sermaye çıkışı da bir borç işlemidir. Mal ve hizmet ihracı ile yabancı sermaye girişi ülkeye döviz kazandırmakta iken, mal ithali ve sermaye ihracı da ülkeden döviz çıkışına ya da yabancılara karşı borçlanılmayı ifade etmektedir.²⁰

Sermaye hareketleri türleri vadesine göre, kısa vadeli sermaye hareketleri (portföy yatırımları, döviz ve arbitraj işlemleri ve sıcak para hareketleri) ve uzun vadeli sermaye hareketleri (doğrudan sermaye yatırımları) şeklindedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlıklı bir kısmını, faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizlikten kaynaklanan arbitraj oluşturmaktadır. Öte yandan kısa vadeli sermaye hareketlerini tanımlamada kullanılan “sıcak para” ögesi iktisat yazınında, spekülasyon, kısa dönemli ve aşırı dalgalanma öğeleri ile tanımlanmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin spekülasyon niteliği gereği çok oynak olduğu, doğrudan yatırımların ise gittiği ülkede uzun süre kaldığı, üretim, yatırım ve istihdama dönüştüğü görülmektedir.²¹ Yabancı sermaye hareketleri iki grupta da incelenebilir. İlki gittiği ülkede fiziksel yatırım yapan dolaysız yabancı sermayedir. İkincisi ise mali piyasalar arasında akan fonları ifade eden kısa süreli parasal sermayedir. İkinci grup finans kapital olarak ta adlandırılmaktadır. Ülkeden sermaye çıkışı ülke sakinlerinin yabancı aktifler satın almasını ve alınmış kredilerin geri ödenmesini ifade eder. Ülkeye sermaye girişi ise yabancıların yurt içi finans piyasalarında yatırım yapmalarını, mülk edinmelerini içerir.²²

²⁰ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, 11.Baskı, İstanbul: Güzem Yayınları, 1996, s.313.

²¹ Hacer Gül Özer, **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi**, Ankara: SPK Yayınları, 2006, s.28.

²² Eroğlu, s.16-25.

Bu çalışmada sermaye hareketleri türlerini, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye hareketi ve uzun vadeli sermaye hareketi olarak dört açıdan inceleyeceğiz.

Ekonomik kalkınmaya katkıda bulunmak amacıyla yapılan yatırımlarda yabancı sermaye; bir ülkeye teknolojik alt yapı oluşturmak, lisans, patent hakkı gibi gayri maddi haklar ve hizmetler sağlamak üzere gelmektedir. Yabancı sermayenin ülke ekonomisine çekilmesindeki amaç, ekonomik kalkınmayı sağlamak üzere gerek duyulacak sermayenin bir kısmının dış kaynaklardan temin etmektir. Bu bakımdan yabancı sermaye ekonomiye kısa vadede rahatlık getirecek bir araç niteliğindedir.²³

1.2.3. Sermaye Hareketlerinin Teorik Çerçevesi

Sermaye akımları, tasarruf eğilimi yüksek olan gelişmiş ülkelerin, riski ve getirisi yüksek yatırımlar için fırsat araştırması sonucu artmıştır. 19. Yüzyılda İngiltere'nin yaptığı denizaşırı yatırımlar, buna karşılık Kanada'nın sermaye ithalatı, ayrıca savaş tazminatı adı ile yapılan sermaye transferleri literatürde önemli yer tutmaktadır. Birinci dünya savaşı sonrası yenilen Almanya Versailles Anlaşması gereği savaş tazminatını ödemeyi kabul edince, Almanya ile alacaklı ülkeler arasında sermaye transferi gerçekleşmiştir.²⁴

Günümüzde ayrıntılı ve tatminkar bir sermaye akımları teorisi bulunmamaktadır. Bununla birlikte sermaye hareketlerinin teorik çerçevesinin oluşmasına katkı sağlayan çalışmalarda vardır. Jacob Viner 1900-1913 döneminde Londra sermaye piyasasından Kanada'ya yapılan fon akımlarını incelemiştir. Diğer yandan Keynes ve Ohlin'in yaptığı çalışmalar, sermaye transferi teorisinin temelini oluşturmaktadır. Ulusal sermaye piyasaları 1950 yılından sonra uluslar arası sermaye piyasalarına dönüşmüştür. Teorik olarak sermaye hareketlerini dörde ayırmak mümkündür. Bunlar:

²³ İMKB Araştırma Yayınları, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**, İstanbul: 1994, s.6.

²⁴ Nurdan Aslan, **Uluslar arası Özel Sermaye Akımları**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1997, ss.43-46.

- i) Klasik Finansal Akım Teorisi
- ii) Irving Fisher'in Sermaye Teorisi
- iii) Doğrudan Yatırım Teorisi
- iv) Modern Portföy Teorisidir

Klasik teori kısa ve uzun vadeli finansal akımları içermektedir. Burada özkaynaklar ve kısa vadeli sermaye hareketlerini kolaylaştıran arbitraj ve spekülasyon klasik finansal sermaye akımının önemli unsurlarıdır. İkinci teori ise sermaye yapısını en kapsamlı bir şekilde alan Irving Fisher'e aittir. Fisher beşeri sermayeyi, bilgi ve fiziki sermayeyi alarak yapısını oluşturmaktadır. Üçüncü teori doğrudan yatırım teorisi ve son olarak ta klasik finansal akım teorisinin eksikliklerini gidermek için oluşturulan modern portföy teorisi geliştirilmiştir. Bu teoride temel faktör yatırımın getireceği gelir ve risktir. Fon sahipleri kişisel tercihlerine göre risk ve getirisini önceden belirlemektedir.²⁵

2. Dünya Savaşı öncesi uluslar arası sermaye akımının nedenleri sermayenin yurt içi ve yurt dışı getirileri arasındaki fark ile açıklanırken, 2. Dünya Savaşı sonrası sermaye hareketleri ödemeler dengesi teorilerinin bir parçası olarak açıklanmaktadır. Bu durumda iki ülkede farklı faiz oranları sermaye hareketlerine neden olmaktadır. Bu teori Marcus Fleming ve Robert Mundell'in Sermaye Akımı Teorisi olarak bilinmektedir. Öte yandan Markowitz ve Tobin'in katkılarıyla 1950'lerde geliştirilen Portföy Teorisi ise sermaye akımı teorisini destekler niteliktedir. Portföy teorisine göre yatırımcılar beklenen getiri ile alınacak riske bağlı olarak değişik aktiflerden azami faydayı sağlamayı isterler. Değişik ülkelerdeki yatırım araçlarının getirilerini ülke paralarında beklenen değer değişimini de göz önünde tutarak karşılaştırmakta ve bu sermaye akımına yol açmaktadır.²⁶

Neo-Klasik yaklaşıma göre, uluslar arası sermaye hareketlerinin özellikle uzun dönemli portföy yatırımı şeklinde olanları üretim ve refah üzerinde olumlu etkilerde bulunmaktadır. Buna karşılık kısa dönemli spekülatif nitelikte sıcak para olarak

²⁵ Aslan, s.40-47.

²⁶Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin ve Can Fuat Gürlesel, **Üluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İMKB Yayınları, Yayın No:6 İstanbul:1995, s.35.

tanımlanabilecek olan sermaye hareketleri, döviz faiz ve borsadaki arbitraj imkanlarından yararlanarak kar sağlamaya çalıştıklarından krizlerin nedenleri arasındadır.²⁷

1970’li yıllara kadar iktisat yazını, tasarruf ve yatırımlara ilişkin olarak gelişmiş olan ülkelerde ileri sürdüğü görüşleri aynı şekilde gelişmekte olan ülkeler içinde ileri sürdü. Söz konusu analize göre tasarruflar ve faiz oranları arasındaki ilişkinin gelir ve ikame etkileri yüzünden net olmamasına rağmen, yatırımlar ile faiz oranları arasındaki ilişki net idi. Düşük faiz oranları gerek Keynesyen gerekse Neo-Klasik yaklaşımlar çerçevesinde yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi hızlandıracaktı. Bu noktadan hareketle özellikle gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyümeyi hızlandırmak için düşük faiz oranı politikalarını takip ettiler. McKinnon-Shaw hipotezi olarak bilinen hipotez gelenekselleşen bu görüşe ilk karşı çıkıştı.²⁸

Sermayenin ülke içine ve dışına sınırlamalar olmaksızın serbestçe akmasına müsaade edilmesi sermaye hesabının liberalizasyonu olarak adlandırılmaktadır. Klasik Teoride sermayenin uluslararası hareketliliği, sermayesi sınırlı ülkelerin verimli yurtiçi yatırımlarının finansmanına olanak sağlar. 1980’li yıllara kadar gelişmekte olan ülkelerde yaygın olarak uygulanan iktisat politikalarının temelinde Keynesyen düşük faiz politikaları ile yatırımların arttırılmasını sağlamak ve finansal piyasalara müdahale ederek baskı altına almak yatmaktaydı. Neo-Klasik serbest piyasa mekanizmasının etkinliğine inanan McKinnon ve Shaw bu tür politikaları şiddetle eleştirmişler, özellikle finans sektöründe ciddi bir serbestleşme sürecinin yaşanmasının gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Daha sonra ortaya çıkan Neo-Klasik finansal serbestleşme kapsamında birleşen ve Washington Consensus olarak bilinen yaklaşım ise faiz oranlarının serbestleştirilmesinin, finansal araçları arttırarak, finans sisteminde derinleşme ve etkinlik yaratacağını savunmaktadır.²⁹

McKinnon ve Shaw faiz oranlarının enflasyon oranlarının altında olduğu yani negatif faiz politikasının olduğu bir ekonomide tasarrufların finansal sisteme yönelecek fonlar üzerinde olumsuz etki yaratacağını belirterek faiz oranlarının artması ile

²⁷ Özer, s.9.

²⁸ Soydemir, s.7.

²⁹ Eroğlu, s.24.

tasarruflar üzerindeki baskının kalkacağını, finansal araçların sayısını da artırarak finansal derinleşmeyi sağlayacağını, böylece yatırımların artarak ekonomik büyümeyi sağlayacağını belirtmektedirler.³⁰

Finansal liberalizasyon daha büyük finansal derinlik sağlayarak, yatırım dağılımında etkinliğin artması açısından olumlu sonuçlar ortaya çıkartmakta ve pozitif fakat makul düzeyde bir reel faiz oranı, yüksek bir tasarruf düzeyini sağlamada etkili olarak finansal krizden sakınma noktasında en uygun bir sonuç doğurmaktadır.³¹ Buradaki yaklaşımlar özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında, fon gereksinimlerini sağlamada reel yatırımlardan ziyade kısa vadeli spekülatif sermayenin etkinliğinin daha da belirgin görüldüğü yadsınamaz bir gerçektir.

1.2.4. Sermaye Hareketlerinin Gelişim Biçimleri

Küreselleşme ile birlikte bilgi ve enformasyon çağını yaşadığımız günümüzde mal ve hizmetlerin önündeki engellerin kalkmasının yanında sermayenin de önündeki engeller kalkmıştır. Teknolojideki gelişmeler sayesinde sermaye genellikle gelişmiş ülkelerden tasarruf yetersizliği bulunan az gelişmiş ülkelere doğru anlık bir şekilde hareket etmektedir. Sermaye birikiminin yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkeler dışa açılarak bu fonları kendi ülkelerine çevirmeye çalışmaktadır. 19. ve 20. yüzyıl küreselleşme evrelerinin sermaye hareketleri açısından en önemli farkı, birincisi reel bir mala altın standardına dayanırken, günümüzdeki ikinci evre fiyat kağıt paraların nominal değişim değerlerine dayalıdır. Yani ulusal paraların değişim değerleri altın veya benzeri reel hiçbir mal tarafından değil nominal birer büyüklük tarafından belirlenmektedir. Bu durumda finansal sistemin işleyişi açısından bir yandan büyük riskler taşırken, diğer yandan spekülatif kazançları özendirmekte ve finansal sermayenin akışkanlığını reel üretim dünyasından koparmaktadır.³² İkinci Dünya Savaşı ertesinde toplanan Bretton Woods sistemi 1970'li yıllarda yaşanan ekonomik kriz sonrası çökünce, uluslararası sermaye hareketlerinin boyutları, kaynakları ve türleri de köklü

³⁰ Ronald Mc Kinnon , **Money and Capital in Economic Development**, Washington: The Brooking Institution, 1973, s.15-16.

³¹ Molly Mahar ve John Williamson, **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme**, G. Delice (çev.), İstanbul: Liberte Yayınları, 2002. ss.38-40.

³² Erinç Yeldan, **Küreselleme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, İstanbul: İletişim Yayınları, 2001, s.19.

değişimlere uğradı. Küreselleşmenin en önemli yansıması finansal piyasalarda ortaya çıktı. Teknolojik gelişmenin de katkısıyla, hızlı bütünleşen finansal piyasalar, uluslararası sermaye hareketlerinin kaynak ve kanallarının yanı sıra hacmini de değiştirdi. Finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu 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.³³

1970’li yıllarda yaşanan petrol krizlerine kadar ithal ikameci kalkınma stratejisi benimsemiş olan gelişmekte olan ülkeler petrol krizi sonrasında yaşadıkları ekonomik darboğazlar ve kaynak sıkıntıları nedeniyle ithal ikameci politikaları terk etmeye başlamışlardır. Özellikle tasarruf açığı ve ödemeler dengesi sorunları yaşayan bu ülkeler yurtdışından daha kolay kaynak sağlayabilmek ve kalkınmalarını bu sayede gerçekleştirebilmek amacıyla 1980’li yılların başından itibaren finansal piyasalar da önemli ölçüde serbestleşmeye gitmişlerdir. Bunun sonucunda gelişmiş ülkelerde biriken finansal fonlar ülkeler arasındaki getiri farklılıkları çerçevesinde hareket ederek bu bağlamda ciddi getiriler sağlayan gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir.³⁴

Sermaye hareketlerinin gelişimine tarihsel bir perspektiften bakıldığında hükümetlerin ithalata fiziki kısıtlamalar getirdiği, vergiler koyarak sermaye hareketlerine kısıtlamaya çalıştığı, ihracata ise teşvikler vermiş olduğu, uygulanan bu politikaların ülkeler arasında duvarlar oluşması ile sonuçlandığı görülmektedir. İkinci dünya savaşı sonrasında ise bu duvarların önce gevşetilmesi daha sonra ortadan kaldırılması aşamaları yaşanmış, 1980’li yıllardan sonra ise planlı ekonomilerin çökmesi ve bu ülkelerde serbest piyasa ekonomisine geçilmesiyle beraber uluslar arası serbest piyasa ekonomisi oluşmaya başlamıştır.³⁵

³³ Taner Berksoy ve Burak Saltoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, 1.Baskı, İstanbul: İTO Yayınları, 1998, s.13.

³⁴ M.Ferhat Emil ve M. Tuğrul Vehbi, “Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Kalkınma: Türkiye Örneği”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt 14, Sayı 48, 2003, s.1.

³⁵ Ali Alp, **Uluslar arası Mali Piyasalarda Gelişmeler ve Türkiye**, İstanbul: İMKB Yayınları, 2002, s.4.

Günümüzde küresel yapı içinde temelde sermayenin egemen olduğu, çok uluslu şirketlerin (ÇUŞ), yabancı sermayenin, iktisadi fırsatları teknolojik gelişmeler sayesinde büyük bir kolaylıkla takip ederek yer değiştirdiği yeni dünya düzeni ortaya çıktı.³⁶ Herkes gibi yabancı sermaye sahipleri de bu düzende sermayelerini daima kazançlı buldukları yerlere yatırmaya önem vermektedirler.

Günümüzde gelişmekte olan ülkeler karşı karşıya oldukları sermaye yetersizliğini ve bunun neden olduğu üretimin önündeki dar boğazları aşmak için sermaye girişini teşvik etmektedirler. Son çeyrek yüzyılda finansal liberalizasyon başta olmak üzere, bütün alanlarda ulusal ekonomilerin hızla liberalleşip dünyaya açılmaları, sermaye girişini teşvik edici önlemleri ön plana çıkarmıştır. Liberalizasyon süreciyle birlikte uygulanan dışa açık büyüme stratejisi gittikçe artan sayıda ülkede uygulama alanı bulmuş ve bu gelişme sonucunda, dünya ekonomisinde mal hareketlerinden bağımsız büyük bir miktarda sermaye dolaşmaya başlamıştır. Uluslararası sermaye hareketlerin de önemli bir büyümenin gerçekleşmesi, gelişmekte olan ülke finans piyasalarına, yabancı yatırımcı ve kurumların katılımlarında da önemli bir artışa neden olmuştur. Bu sürecin dünya ekonomisinde egemen olmasıyla birlikte, Gelişmekte olan ülkeler finansal piyasalarda dolaşan sermayeden en çok yararlanan ülkeler haline gelmiştir.³⁷

1.2.4.1. Sermaye Hareketlerinin Kanalları

Küreselleşme sürecinin ekonomik yönden önemli sonuçlarından birisi de uluslararası sermaye akımlarının kaynaklarının ve kanallarının değişmiş olmasıdır. Sermaye hareketlerinin kanallarına ilişkin temel ayırım resmi ve özel kaynaklı sermaye girişi sınıflamasıdır. Bretton Woods sisteminde uluslar arası sermaye akımları büyük ölçüde resmi borçlanmadan kaynaklanan ve bu kanaldan genellikle plan, proje ya da dengesizliklerin finansmanına yönlendirilen hareketleridir. Küreselleşme sürecinde önce mali sistemlerin serbestleşmesi ardından ulusal finans piyasalarının bütünleşmesi sermaye hareketlerinin resmi kanallardan piyasalara taşınmasına yol açmıştır.³⁸

³⁶ Vedat Akman, **Gelecek Yüzyılın Gündemi**, Rota Yayınları, 1999, s.202.

³⁷ Ahmet Ulusoy ve Birol Karakurt, "Gelişmekte olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı 223, 2004, s.110.

³⁸ Berksoy ve Saltoğlu, s.18.

1970'lere kadar net sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'ları içindeki payı çok azdır. 1990 yılından sonra baktığımızda küreselleşmenin hız kazanması ile önceden de belirtildiği gibi sermaye hareketlerinin hacmi ve boyutları da değişmiştir. Tablo 1 de görüldüğü gibi resmi sermaye girişleri 1983-1989 döneminde %54 iken bu oran 1990-1998 döneminde %20 ye gerilemiştir. Özel sermaye girişi ise 1983-1989 döneminde %46 iken bu oran 1990-1998 döneminde %80'e çıkmıştır. Özel sermaye girişi içinde doğrudan yatırımlar önemli bir paya sahiptir ve sermaye girişlerinde en belirgin artışı portföy yatırımlarının aldığı görülmektedir. Böylece sermaye akımları resmi kanallardan özel kanallara kayarak, ülkeler resmi kanallardan borçlanmak yerine uluslararası finansal kurumlardan borçlanma yoluna gitmişlerdir.³⁹

Tablo 1

Gelişmekte Olan Ülkelere Net Sermaye Girişinin Türüne Göre Dağılımı(%)

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

Kaynak: İnsel ve Sungur, s.4.

³⁹ İnsel ve Sungur, s.3.

1.2.4.2. Sermaye Hareketlerinin Boyutları

Sermaye hareketleri, bir ülkede yerleşik kişi ve kuruluşların diğer ülkelerde yaptıkları fiziki yatırımlar ile bu ülkelere aktarmış oldukları mali fonlardan oluşmaktadır.⁴⁰

Ülkelerin ödemeler dengesine ilişkin tablolara bakıldığında, sermaye hareketlerinin özellikle 1970’li yıllardan sonra hız kazanmasının bazı temel nedenleri görülmektedir. Her şeyden önce, 1970 sonrası süreç ulusal ekonomilerin dünya piyasaları ile bütünleşmesinin hız kazandığı bir süreçtir. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonrasında kurda meydana gelen değişmelerin cari işlemler dengesini etkilemesi ve reel kesim–mali kesim ilişkileri açısından bakıldığında, mali kesimin reel kesime fon sağlaması beklenirken, özellikle kriz dönemlerinde reel kesimden mali kesime fon transferi sağlaması dikkat çekicidir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye girişleri özellikle 1990 yılından sonra artış göstermiştir. Ancak 1997 yılında Asya’da başlayan ve Rusya ve Brezilya’ya da yayılan kriz sonucu sermaye girişinde ciddi azalmalar olmuştur.⁴¹

1990’dan itibaren, gelişmiş ülke piyasalarında nominal faiz oranlarında yaşanan düşüş, yatırımcıları gelişen piyasalara yöneltmiş; daha fazla getiri sağlayabilmek için, riskli de olsa fonlar, gelişmekte olan ülke piyasalarına akmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde mali sektörün gelişmemiş olması, gerekli yasal düzenlemelerin henüz yapılmamış olması gibi sorunlara rağmen bu fonlar getirilerin yüksek oluşundan dolayı bu ülkelere yönelmiştir. 1990 sonrası yeni finansal enstrümanların gelişmesiyle kısa vadeli sermaye hareketleri (portföy yatırımları) de hız kazanmıştır. Finansal liberalizasyon ile hız kazanan kısa vadeli sermaye hareketleri, yatırımlara dönüşmemekte ve ekonomik açıdan anlamlı olmamaktadır.

Tablo 2’de gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri görülmektedir. Kriz dönemlerinde portföy yatırımlarında azalma olmuştur. 2001 ve 2002 yıllarında sırasıyla 80.5 ile 90.9 milyar dolar sermaye çıkışı görülmüştür. 2003 yılı

⁴⁰ Aslan Eren ve Bora Süslü, “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Sayı 41, 2002, s.665.

⁴¹ Samih Güven, “Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı 185, 2001, s.85.

sonrasında ise sermaye akımları artış eğilimine girmiş ve 2006 yılı 76.3 milyar dolarlık sermaye çıkışı ile küresel finans piyasalarının başta ABD ekonomisindeki durgunluk geliştirmekte olan ülkelerden sermaye kaçışına neden olmuştur. Tabloda dikkat çeken diğer bir hususta toplam sermaye hareketleri ve doğrudan yabancı yatırımlarda istikrarlı bir artış görülürken, portföy yatırımlarında ise sürekli bir dalgalanma söz konusudur.

Tablo 2

Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Hareketleri (Milyar Dolar)

	TOPLAM ÖZEL SERMAYE HAREKETLERİ (NET)	NET DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR	NET PORTFÖY YATIRIMLARI	DİĞER NET ÖZEL SERMAYE HAREKETLERİ
1999	74,6	177,4	60,1	-162,9
2000	56,7	168,6	11,4	-123,4
2001	70,2	182,8	-80,5	-32,1
2002	88,3	152,2	-90,9	26,9
2003	173,3	165,3	-12,1	20,1
2004	238,6	190,0	25,0	23,5
2005	257,2	266,3	29,4	-38,5
2006	255,8	266,9	-76,3	65,2
2007*	252,7	283,7	-62,0	30,9
2008*	259,3	288,9	-52,2	22,6

Kaynak: IMF World Economic Outlook, Nisan 2007, s.8.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/index.htm> (10.12.07)

*Tahmini

1.2.5. Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri

Finansal serbestleşme sonrası sermaye hareketlerinin ekonomiyi üç şekilde etkilediği görülmektedir. Birincisi, serbestleşme ile kar arayışı içinde olan sıcak para özelliğine sahip kısa vadeli sermaye hareketlerinin hız kazanmasıdır. İkincisi 1980’li yıllardan sonra finansal sermayenin reel sektör faaliyet alanlarından kopma sürecinin hız kazanmasıdır. Üçüncüsü ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin yıkıcı etkiler doğurması yani finansal krizlere yol açmasıdır.⁴²

Dünya ekonomisi, büyük bunalım ve ikinci dünya savaşı’ndan sonra uluslar arası kurumsal yapılar, bunların fonksiyonları ve işleyişi ile sonuçları bakımından büyük ölçüde değişmiştir. Ülkelerin karşılıklı bağımlılıklarındaki artış çok boyutlu hale gelmiştir. İkinci dünya savaşından bu yana ekonomik faaliyetler içinde ihracatın ağırlığı artmakla beraber, dünyanın karşılıklı bağımlılığı da en yüksek düzeye ulaşmıştır. Uluslararası sermaye hareketleri, ulusal hükümetlerin para, yatırım ve döviz kurları üzerindeki kontrolünü büyük ölçüde etkisiz hale getirmiştir. Ulus ötesi şirketler içselleşmiş ve bir ölçüde küresel ticari faaliyetlerinde kartel haline gelmiştir. Dolayısıyla ülkelerin uluslararası iktisadi ve ticari politikalarına hükümetler kadar büyük şirketler de yön vermeye başlamıştır.⁴³

Neo-Klasik teori, yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağını kabul etmektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi tasarrufların sermaye darboğazı çeken ülkelere akmasına neden olacaktır; yani istenilen büyüme hızına ulaşabilmek için yurtiçi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranı yükselecek, tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere çekilebilecektir. Öte yandan aşırı sermaye girişi sonucu yerli paralar yabancı paralar karşısında değer kazanmakta ve bu durum ihracatın rekabet gücü ve dış ticaret dengesi açısından olumsuz etkilere neden olmakta, ithalat hacmi ve ekonominin ithalata bağımlılığını arttırmaktadır. Böylece gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ve süreklilik arz eden yüksek faiz oranı ve değerli döviz kuru spekülatif sermaye hareketlerine arbitraj olanakları sağlamaktadır.

⁴² Sinan Sönmez, “Türkiye’de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü mü? Kalkınmanın İtici Gücü mü?”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt 14, Sayı 49, 2003, s.210–215.

⁴³ Akman, s.200.

Yabancı spekülâtif sermayeye sağlanan bu tür arbitraj olanaklarının neden olduğu spekülâtif sermaye girişi yeniden yüksek faizle borçlanma ve döviz kurunda değerlenmeye neden olmakta ve ciddi bir kısır döngü yaratmaktadır. Faiz oranını gittikçe kaçınılmaz bir biçimde arttıran bu süreç kamu ikincil açığına daha da arttırmaktadır. Bunun sonucunda kamu ve ortalama tasarruf oranları düşmektedir. Aşırı sermaye girişi ile birlikte bu ülkelerde sermaye kaçışı da yaşanmaktadır.⁴⁴

Yabancı sermayenin herhangi bir nedenle ülkeye girişinin azalması ya da durması, sermaye ithalatçısı ülkede sermaye stokunun azalmasına yol açarken, ödemeler dengesini olumsuz etkiler. Öte yandan 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 borçlanabilme olanağı sağlamakta, bu durum bütçe açığına ve enflasyonda artışa neden olmaktadır. Diğer yandan hükümetler cari işlemler açığına kapatabilmek için yabancı sermaye girişini özendirme eğilimindedir. İstikrarsız bir ekonomik yapı içinde enflasyonist ortamda kısa vadeli fonların özendirilmesi çabası içine girilmekte, sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli fonlar faiz ve kurlardaki beklentilere uygun olarak hareket etmektedir.⁴⁵ Bunun sonucunda da ülkeye artan miktarda giren yabancı sermaye döviz kurlarının düşmesini sağlayarak ihracat gelirlerinin azalmasına ve ithalatı da ucuzlatarak cari işlemler açığına büyütürük ülkeleri daha da istikrarsız bir ortama sürüklemektedir.

Sermaye hareketlerinin farklı türlerinin kendine özgü fayda ve maliyetleri vardır. Ülkelerdeki farklı politika uygulamaları farklı sermaye türlerinin tercih edilmesini sağlar. Doğrudan yabancı yatırımların sıklıkla kısa vadeli sermayeye tercih edilmesinin nedenlerinden biri, bu yatırımların beraberinde yabancı teknolojiyi ve yönetim becerilerini getirmesi ve böylece verimliliği arttırarak, ekonomik büyümeyi desteklemesidir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlar gelişmekte olan ülkelerde koşullar kötüleştiğinde meydana gelen sermaye çıkışlarından daha az etkilenmekte, büyümeye katkısı daha fazla olmakta ve ülkenin dış borcunu diğer sermaye hareketleri gibi

⁴⁴ Nurhan Yentürk, “Finansal Serbestlik ve Makro Ekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt 8, Sayı 27, 1997, ss.136-138.

⁴⁵ İMKB Araştırma Yayınları, s.27.

doğrudan arttırmamaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin diğer sermaye hareketlerinden daha çabuk bir şekilde tersine dönebilir olması da gelişmekte olan ülkeler için olumsuz nitelik arz etmektedir. Kısa vadeli yatırım yapan yabancılar yüksek risk ve döviz kuru nedeniyle, uzun vadeli yatırım yapmaktan çekinmekte ve kısa vadeli sermaye girişleri yatırımları arttırmaktan daha çok tüketimi arttırmaktadır. Yatırımcılar yatırım yaptıkları ülkenin döviz kurunda keskin bir düşüş yaşanacağı veya yabancı sermayeye vergi gibi ekstra bir yük getirileceği beklentilerinin ortaya çıkması durumunda, ellerinde bulunan yerli varlıkları yabancı varlıklara çevireceğinden döviz rezervlerinin hızlı bir biçimde azalmasına neden olacaktır. Doğrudan yabancı yatırımların kısa vadeli yabancı yatırımlara göre yönetilmesi daha kolay ve daha etkilidir.⁴⁶

Sermaye hareketlerinin önündeki engellerin azaltılması veya kaldırılması finansal piyasaların rekabete açılmasını ve sermaye hareketleri akışkanlığının hızlanmasını sağlayarak yerel piyasaları uluslararası piyasalar haline dönüştürmüştür. Sermaye hareketlerinin artması gelişmekte olan ülkelerin finansal kaynaklarını arttırarak finansal derinleşmesini de sağlamıştır.⁴⁷

Sermaye hareketleri küreselleşmenin önemli bir unsurudur ve özellikle bu alanda serbestleşmeye giden gelişmekte olan ülkelerde gelir dağılımının bozulması, finans sisteminde kırılganlığın artması ve makro ekonomik dengelerin bozulması gibi olumsuz sonuçlar da doğurabilmektedir. Sermaye hareketleri bundan dolayı reel sektörden ziyade mali piyasalar ve özellikle bankacılık sisteminde önemli etkilere neden olmaktadır. Bankacılık sisteminde ise yüksek getirili yurtiçi bonoların satılıp döviz kazançlarını arttırdığı, varlık ve yükümlülük arasında meydana gelen uyumsuzluk ve aktif kalitenin bozulması ile kırılganlığı arttırdığı görülmektedir.⁴⁸

1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizlerin belki de en temel sebebi sermaye hareketlerinde yaşanan sınırsız serbestleşmedir. 1990'lı yıllardan itibaren yoğunlaşan küreselleşme çabaları, sermaye hareketlerinin temel işlevlerinin değişmesine neden

⁴⁶ Şeyda İnandı, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi :Türkiye Örneği", **TCMB Uzmanlık Tezi**, Ankara: Kasım 2005, s.26.

⁴⁷ Ömer Faruk Çolak, **Finansal Sistem ve Bankalar**, 1. Baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 1999.s.27.

⁴⁸ Güven, ss.85-86.

olmuştur. Kısa vadeli spekülâtif bir hal alan sermaye hareketleri, resmi kanallardan özel kanallara geçmesi ülke ekonomileri üzerinde son derece büyük değişmelere neden olmaktadır. Gelişmekte olan bir ekonominin, gerekli makro ekonomik şartları sağlamadan finansal serbestleşmeye geçmesi, ülkeye yarardan çok zarar getirmektedir. Uzun dönem sermaye hareketlerinden yararlanmak isteyen bir ekonominin istikrarlı bir reel büyümeyi sağlaması gerekmektedir. Yapısal ve kurumsal zayıflıklar taşıyan bir ekonomide sermaye hareketlerini etkileyecek imkanlar sınırlı olduğu için, kısa vadeli sermaye akımları, ancak yüksek faizler sunularak teşvik edilmeye çalışılır. Bu durum da kriz riskini artırır.⁴⁹

Gelişmekte olan ülkeler için uluslararası sermaye piyasalarından borçlanabilme önemli bir kaynaktır. Çünkü gelişmekte olan ülkeler sermaye açısından yetersizdirler. Sermaye bu ülkelerde yatırımı ve büyümeyi arttırabilir fakat bu durum hükümetlerin yanlış politikaları sonucu iyi yönetilemediğinde ve uzun dönem borçlanma süreklilik arz ettiğinde ülkelerde mali krizlere neden olabilmektedir.⁵⁰ Sermaye hareketlerinin sonuçları açısından bazı faydaları da vardır. Sermaye hareketlerinin dolaysız yatırımlar şeklinde olması ülkenin gelişmesine doğrudan etki eder. Sermayenin en önemli faydalarından biri modern teknik bilgileri de beraberinde taşımasıdır.⁵¹ Fakat burada getirdikleri modern teknik bilgi birikiminin ülke içinde benimsenerek piyasada uygulanması ekonomik büyüme açısından daha önemli bir sonuç doğurur.

1.2.6. Sermaye Hareketlerinin Kontrolüne ve Kısıtlanmasına Yönelik Yaklaşımlar

Tasarruf açığı ve ödemeler dengesi yaşayan gelişmekte olan ülkeler yurt dışından kaynak temin edebilmek için ekonomilerini liberalleştirerek, elde edecekleri kaynaklarla büyümelerinin finansmanını sağlamayı amaçlamışlardır. Yapısal sorunlarını çözemeyen ve spekülâtif sermaye hareketleri sonucu krizlerle karşılaşan ülkeler de değişik politika arayışları tartışılmaya başlamıştır.

⁴⁹ Eren ve Süslü, s.667.

⁵⁰ Dani Rodrik, **Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler**, S. Gül (çev.), 1. Baskı, İstanbul: Sabah Kitapları, 1999. s.25-27.

⁵¹ Ragnar Nurkse, **Az Gelişmiş Ülkelerde Sermaye Teşekkülü**, Ş.Adalı (çev.), İstanbul: Menteş Kitabevi, 1964. s.51.

Dornbush, sermaye kontrollerinin krizden çıkış için etkili bir yöntem olmadığını öne sürmüştür. Krugman ise finansal küreselleşmenin olumsuzluklarına değinerek, sermayenin bu kadar serbest dolaşmasının uluslararası mali sistemi zayıf olan ülkeleri dengesiz hale getirdiğini belirtmektedir. Stiglitz'e göre de gelişmekte olan ülkeler ekonomilerini stabilize etmeye ve volatilitenin yüksek olduğu piyasaları idare etmeye yardımcı politikaları dikkate almak zorundadır.⁵²

Sermaye hareketleri üzerinde kontroller uygulansa da uygulanmasa da ülkelerin krize girmelerinin temel sebebi hükümetlerin aşırı harcamaları ve bunu da borçla finanse ederek üretken biçimde kullanmamalarıdır. Öte yandan sermaye çıkışlarına konan kontrollerin büyük belirsizlikler yarattığını ve tavsiye edilmediğini, yerel paranın aşırı değerlenmesini önleyemedikleri görülmektedir.⁵³ Kaminsky sermaye kontrollerinin ne kadar etkili oldukları üzerine yaptığı çalışmasında, sermaye kontrollerinin iç ekonomiyi dış şoklara karşı izole etmede başarısız olduğu sonucuna varmıştır. Sermaye kontrollerinin uygulamaya konulduktan sonra özel bankaların, uluslar arası piyasalardan kopuk hale geldiği ve yurt dışında yaşanan finansal şoklara karşı da korunamamakta olduğunu belirtmektedir.⁵⁴

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin engellenmesi konusundaki kapsamlı öneri olarak Tobin vergisi de tartışılmaktadır. Makro ekonomik dengesizlikleri azaltmak için sermaye hareketleri üzerinde sınırlandırmalara gidilmesi amacıyla Tobin, spekülasyon alım satımları azaltmak amacıyla döviz işlemlerini vergilendirmeyi önermiştir. Bu vergi literatürde Tobin vergisi olarak geçmektedir. Sermaye kontrolleri üzerine geliştirilmiş genel iktisadi görüş; mali alt yapının gelişmemiş olduğu ekonomilerde, geçici olarak kullanılması koşuluyla, tam ve etkili şekilde uygulanabilen kontrollerin kısa vadede etkili sonuçlar verdiği görülmektedir. Sermaye kontrolleri, IMF programlarına karşı ciddi bir alternatif sunarak krizle mücadelede hükümetlere kısa vadede yardımcı olabilecek bir politika seti olabilmektedir.⁵⁵

⁵² Aktaran, Işık, ss. 9–10.

⁵³ Eliana Cardoso, "Küreselleşme Sermaye Hareketleri ve Finansal krizler", (çev.) Ussal Şahbaz, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı 212, 2003, ss.21-22.

⁵⁴ Graciela L. Kaminsky, "Küreselleşme Sermaye Hareketleri ve Finansal krizler", (çev.) Gözde Işık, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, sayı 212, 2003, s.17.

⁵⁵ Işık, s.15.

2. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ VE BÜYÜME

2.1. Türkiye'de Sermaye Hareketleri

Bir ülkenin kalkınması ve büyümesini sürdürmesinde sabit sermaye yatırımları son derece önemli bir yere sahiptir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler kalkınmalarını finanse edecek tasarruf açığını kapatmak zorundadır. Bir ülkenin yüksek bir gelişme hızı elde edebilmesinde yeterli kaynağı yoksa, bu durumda o ülke, ya eski tasarruflarını kalkınma için kullanacak ya da yabancı tasarrufları ülke içine çekmeye çalışacaktır. Bu da ülkenin dış borçlanması veya ülkeye yabancı sermaye girişi ile sağlanacaktır.

Ekonomik büyüme, ülkedeki üretim faktörleri miktarındaki artıştan ve teknolojiye meydana gelen gelişmeler sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bazen üretim faktörlerini arttırmadan yeni bir teknoloji kullanarak çıktı miktarını arttırmakla mümkündür. Bu durumda yeni tasarruflara ihtiyaç duymadan üretim artırılarak ekonomik gelişme sağlanabilmektedir.⁵⁶ Kısaca ekonomik büyüme ve kalkınmanın en önemli unsuru sermayedir. Diğer bir deyişle ülke içinde yeterli sermaye birikiminin olmayışı ve bunu yurtdışından büyümeye katkı sağlayacak istikrarlı yatırımlarla destekleyemememiz sürdürülebilir büyümemiz açısından en büyük engeldir.

2.1.1. Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Sermaye Hareketlerinde Serbestleşme Süreci

Türkiye'de Sermaye hareketleri 1838 Balta Limanı Ticaret Antlaşması'ndan sonra başlamaktadır. Kapitülasyonlar ve Duyun-u Umumiye, Osmanlı İmparatorluğu'nda yabancı sermaye konusundaki gelişmelerin işaretleridir. Cumhuriyetin ilk yıllarında liberal ekonomik politikalar öngörülmüş, 1929 krizi ve iç ekonomik koşulların da etkisiyle 1930'lardan sonra katı devletçilik politikaları uygulanmıştır. Devlet özel statülü ve fiili tekeller oluşturan yabancı sermayeli şirketleri millileştirmiştir. Mustafa Kemal Atatürk 17 Şubat 1923'te İzmir İktisat Kongresinde yabancı sermayeyi ülkemize davet etmiştir. Cumhuriyetin ilk yıllarında başlatılan

⁵⁶ Karluk, s.102.

sanayi atılımı ülkenin kendi mali imkanları ile gerçekleştirilmiştir. Gösterilen tüm çaba ve güvencelere karşın 1923-1950 dönemi Türkiye'ye yabancı sermayenin girmediği dönem olmuştur. İkinci Dünya Savaşından sonra, dünyada görülmeye başlanan liberalleşme akımlarına paralel olarak, Türkiye'de yabancı sermayeye daha da olumlu bakılmaya başlanmıştır. 1947 yılında Türk Parasının Kıymetini Koruma Yasasına ilişkin olarak çıkarılan 13 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ve 18.1.1954 tarihinde kabul edilen ve bugünde geçerli olan 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Yasası bu yönde atılan liberal bir anlayışın sonucudur. Ancak Türkiye uygulamada pek başarılı olamayarak 25 yıla yakın sürede gelen yabancı sermayeli şirket sayısı 100'ü geçmediği gibi yabancı sermaye yatırımı tutarı 250 milyon dolara dahi ulaşmamıştır. 1980'den sonra ise liberal ekonomik politikalar ile yabancı sermaye girişlerine büyük ölçüde özendirici etkiler yapmıştır.⁵⁷

Sermaye kıtlığı çeken Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin tek şansı uluslararası finans piyasası tarafından yönlendirilen sermaye akımlarından bir pay alabilmektir. Bu ülkeler sermaye akımlarından bu payı alabilmek içinde yerli paranın getirisini yüksek tutmak zorundadır. Yeni gelişen piyasalara yönelen net sermaye hareketlerinin önemli bir kısmı dolaysız sermaye yatırımlarıdır Bu da uluslararası sermaye hareketlerinin en istikrarlı olanıdır. Fakat Türkiye bundan çok az bir pay almaktadır.⁵⁸

Türkiye'nin 24 Ocak 1980 sonrası serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecinde başlangıçtaki temel amacı, ne pahasına olursa olsun döviz kazanmak olarak ortaya çıkmıştır. Bu sayede öncelik Türkiye'nin hızla ihracatını arttıracak önlemleri uygulamaya koyması sonucu düzenli dış borç ödeyebilir ve böylece dış finans piyasalarına güven verir duruma gelmesine olanak vermiştir. Dünya piyasalarında tarım ürünlerinin dış ticaret hadlerindeki gerilemeler sonucunda artık tarımsal ihracat geliri artışı ile yeterli döviz kazanma imkanı yoktur. Bu nedenle ihracat artışı sınai mamullere ve hizmetlere dayanması gerekiyordu. Bu dönemde ihracata dönük sanayileşme ve büyüme modeli devreye girmiştir. Programın ilk aşaması tipik bir istikrar programı niteliğindedir, ikinci aşaması genelde ekonomiyi ve özelde mal ithalatını

⁵⁷ Emin Çarıkçı, 42 Soruda Dünyada ve Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, 1999 s.176.

⁵⁸ Nihal Tuncer., "Para Krizleri Ve Türkiye", **İktisat Dergisi**, Sayı 410, 2001, ss.42-51.

serbestleştirmenin devreye girmesiydi. Bu süreç 1984 yılından itibaren devreye girmiştir. Üçüncü aşaması ise TL'nin konvertibilitesi, özelleştirme ve küreselleşmeyle 1989 yılından itibaren mali piyasalarda tam serbestleşme ile bu tabloyu tamamlamasıdır. Böylece 1990'lı yıllar Türkiye için mal ve sermaye hareketlerinin her biçimiyle serbestleşmesine neden olmuştur.⁵⁹ İhracata dönük sanayileşme modelinin 1970'lerden sonra dünyada tüm ekonomilerin uygulama alanına girmesi sonucunda Türkiye'nin de bu sürece dahil olması 24 Ocak Kararları ile sağlanmıştır.

2.1.1.1. 24 Ocak 1980 Kararları

24 Ocak 1980 kararları ile Türkiye ekonomisi kalkınma stratejisini değiştirme yoluna gitmiştir. Böylece içe dönük kalkınma stratejisinin yerine dışa dönük ve piyasa güçlerinin rolünü arttıran bir modele geçilmiştir. Kambiyo politikalarında daha elastiki bir tutum içine girilmiştir. İthalatta miktar kısıtlamalarından, liberasyona gidilmiş ihracat teşvik politikaları uygulamaya başlamıştır. 24 Ocak 1980 kararları aşağıdaki şekilde özetlenirse;

i)İthalatın serbestleştirilmesi.

ii)TL'nin aşırı değerlendirilmesine son veren gerçekçi esnek kur uygulamasına geçilmesi.

iii)İhracatın ve yabancı sermayenin teşviki, ihracata sigorta ve finansmanla kurumsal destek sağlanması.

iv)Sübvansiyonların kademeli olarak azaltılması, fiyat kontrollerinin kaldırılması.

v)Faiz oranlarının serbestleştirilmesi ve reel faiz politikasının izlenmesidir.⁶⁰

Finansal serbestleşme olgusunun iç içe geçmiş iki aşaması bulunmaktadır. Finansal serbestleşme, ilk olarak yurt içi finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik politikaların uygulamaya konulmasıyla başlamakta ve bu aşama devam ederken

⁵⁹ Gülten Kazgan, **Tanzimattan 21 Yüzyıla Türkiye Ekonomisi Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye**, 3. Baskı, İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2006, s.127.

⁶⁰ İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, **Türkiye Ekonomisi Teori, Politika ve Uygulama**, 2. Baskı, İstanbul: Der Yayınları, 2003, s.47.

ya da tamamlandıktan sonra uluslar arası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi yani yurt dışı finansal serbestliğin gerçekleştirilmesine yönelik politikaların devreye sokulmasıyla devam etmektedir. Tam finansal serbestlik, ancak bu iki aşama tamamlandıktan sonra gerçekleşmiş olmaktadır.⁶¹

Türkiye ekonomisinde 1980 yılından önce uygulanan güdümlü faiz politikası sonucu faiz oranları enflasyonun altında seyretmiştir. Negatif faiz politikası tasarrufları, enflasyonist ortamda eritirken aynı zamanda tasarrufların finansal sistem dışında verimsiz alanlara yönelmesine neden olmuştur. Öte yandan Finansal serbestleşme konusunda atılan en önemli adım 1980 yılının Temmuz ayında vadeli mevduat faizlerinin serbest bırakılmasıdır. Ancak Finansal sistemin yapısı nedeniyle serbestlik en kısa zamanda centilmenlik anlaşması ile sonuçlanmıştır. Büyük bankaların önderliğinde nominal olarak yükselen ancak reel olarak hala negatif faizlerin devam ettiği görülmektedir. Bu durum işletmelerin ve bankaların fon maliyetlerinin yükselmesine neden olarak 1982 yılı Banker Krizine kadar devam etmiştir. Faiz oranlarının serbest bırakılması zaman zaman kesintiye uğrasa da genelde uygulanmıştır. Bir ekonomide faiz serbestisi önemli ama yeterli değildir iç finansal serbestleşmenin dış finansal serbestleşme ile paralel gitmesi gerekmektedir. Bunun sonucunda kambiyo kontrolleri kaldırılıp Türk lirası'nın konvertibilitesi sağlanarak sermaye hareketlerinin serbest bırakılması yoluna gidilmiştir.⁶²

24 Ocak 1980 istikrar programının temel ilkeleri kısaca şu özellikleri taşımaktadır: İstikrar Programı o dönemde yaygın olarak kullanılan ve IMF destekli ortodoks istikrar politikalarından oluşmaktadır. Program, ilke olarak sıkı para ve maliye politikası uygulaması, faizlerin yükseltilmesi, ücretlerin baskı altında tutulması, kamu mal ve hizmet fiyatlarının artırılması, kamunun iktisadi faaliyetleri kısıtlanarak özel kesimin öne çıkarılması gibi ortodoks istikrar tedbirleri içerirken, bunlara ilave olarak Dünya Bankası destekli yapısal değişimi öngören tedbirler de uygulanmıştır. 24 Ocak 1980 İstikrar Programı, aynı zamanda sanayi politikalarını değiştirerek ekonomik

⁶¹ Ahmet Şengönül, Metin Altıok ve Rana Gürbüz, “Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı 252, Mart 2007, s.28.

⁶² Uzunoğlu vd, ss.91-95.

yapının temelden değişmesini öngören bir yapısal dönüşüm programı özelliğini taşımaktadır.⁶³

Türkiye'nin 24 Ocak 1980 tarihli İhracata dönük sanayileşme modeline geçişi sonrası, ihracat hacmi 1980'de 2,9 milyar dolar iken 1989'da 11,8 milyar dolara çıkmıştır. Aynı dönemde ihracatın kompozisyonunda da değişiklikler meydana gelmiş olup sanayi ürünlerinin toplam ihracattaki payı yüzde 36'dan yüzde 78'e çıkmıştır. 1980'lerde ithalat rejiminin kademeli olarak liberalleştirilmesi sonucunda, ihracattan daha yavaş olmakla beraber, ithalatta da artış gözlenmiş ve 1980'de 7,9 milyar dolar olan ithalat 1989'da 15,8 milyar dolara çıkmıştır.⁶⁴ Sonuç olarak ihracat artış oranı ithalat artış oranından daha fazla olmuş ve sanayi ürünlerinin ihracattaki payı %100'ü aşan oranda artış sağlamıştır.

2.1.1.2. 32 Sayılı Karar ile TL'nin Konvertibilitesi, Mal ve Sermaye Hareketlerinde Tam Serbestleşme

11 Ağustos 1989'da yürürlüğe giren 32 sayılı karar ile tam konvertibilite sağlanarak sermaye hareketleri serbestleştirilmiş ve yurtiçinde yabancı paraların kullanımı yaygınlaşarak ülkeler arasında fonlar serbestçe hareket etmeye başlamıştır. Bunun sonucunda da yabancı sermaye girişlerinde artış yaşanmaya başlanmıştır.

32 sayılı karar ile döviz işlemleri ve sermaye hareketlerinin tamamen liberalleştirilmesi uygulamasındaki amaç;

i) Daha liberal bir döviz sistemi oluşturularak Ortak Pazar ve diğer mali piyasalarla bütünleşmeyi sağlamak

ii) Menkul kıymetlerin yurtiçi ve yurt dışında alım-satımı önündeki engelleri kaldırarak sermaye piyasalarının gelişimine katkı sağlamak

iii) Sermaye hareketlerini serbestleştirerek, bu sayede bankaların yurtdışından kredi bulmasını sağlamak olarak açıklanmıştır. Bu yeni önlemlerle Türk Lirası'nın

⁶³ Salih Köse, "24 Ocak 1980 ve 5 Nisan 1994 İstikrar Programlarının Karşılaştırılması", <http://ekutup.dpt.gov.tr/planlama/42nciyil/koses.pdf> s.120. (12.05.07).

⁶⁴ TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkisi**, Mayıs 2002, s.20.

konvertibl bir para olmasının yolu açılmış ve 1990 yılının şubat ayında IMF ile yapılan anlaşma uyarınca Türk Lirası konvertibl para ilan edilmiştir.⁶⁵

1989 yılında alınan kararlar sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması ile Türkiye’de sermaye hareketlerinde hızlı bir artış olmuş ancak sermaye hareketleri 1990’lı yıllardan sonra önemli boyutta oynaklık göstermiştir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında ciddi bir değişme gözükmezken, kısa vadeli sermaye girişlerinde ve portfolyo sermaye girişlerinde sıçramalar ve düşüşler olmuştur.⁶⁶ Sermaye hareketlerinde kısıtlama ve kontrollerin kaldırılması sonrasında ulusal finans piyasaları kısa vadeli ve spekülatif nitelikli yabancı sermaye hareketlerine maruz kalarak ulusal kaynakların reel üretken sabit sermaye yatırımlarından uzaklaştığını adeta paradan para kazanma niteliğine büründüğü görülmektedir.⁶⁷

Şekil 1’deki sermaye hareketlerinin gelişimine baktığımızda 1980 yılı sonrası finansal serbestleşme süreci ile 1989 yılındaki 32 sayılı kararın alınması sonrasında sermaye hareketlerinde hacim olarak belirgin bir şekilde artış olmuştur. Fakat diğer yönden sermaye giriş çıkışları 1990 yılından sonra artış göstererek volatilitede artmıştır. Öte yandan uzun vadeli sermayenin yerini kısa vadeli ve portföy hareketlerinin aldığı görülmektedir. Türkiye’de dikkati çeken diğer olayda, sermaye girişlerinin en fazla olduğu yıllardan bir yıl sonra sermaye çıkışlarının da fazla olmasıdır. Bu hareketlerin ani giriş-çıkış şeklinde olması ile krizin oluşması, ilerleyen bölümlerde daha geniş şekilde ele alınacaktır.

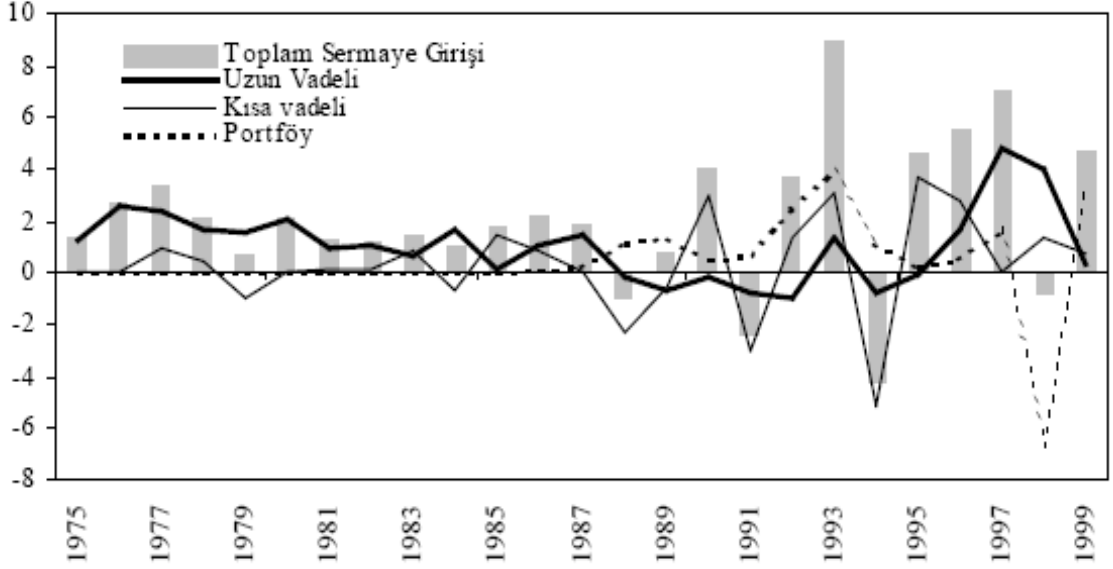
⁶⁵ Şükrü Binay ve Kürşat Kunter, “Mali Liberalleşmede Merkez Bankası’nın Rolü”, Tartışma Tebliği No: 9803, Aralık 1998, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/98/gece2.html>. (10.03.07).

⁶⁶ Yentürk, “Finansal Serbestlik ve Makro Ekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri”,s.143.

⁶⁷ Erinç Yeldan, “İstikrar, Kim İçin? Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler”, **Birikim Dergisi**, 2002, 107–119.

Şekil 1

Sermaye Hareketlerinin Gelişimi (Milyar Dolar)



Kaynak: TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, s.25.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kuresel.pdf>

Sermaye hareketlerinin gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin en önemli nedeni getiri farklılıklarıdır. Çünkü gelişmiş ülkelerde faiz oranları düşme eğilimine girmiş, gelişmekte olan ülkelere ise faiz oranları diğer ülkelere göre yüksek seyir etmeye başlamıştır. Bunun sonucunda Türkiye dış ülkelere göre muazzam bir arbitraj sunan ülke olmuştur.

2.1.2. Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Türleri ve Boyutları

Türkiye'de ödemeler dengesine baktığımızda sermaye hareketlerini tür olarak dörde ayırmak mümkündür. Bunlar:

- i) Doğrudan Yatırımlar
- ii) Portföy Yatırımları
- iii) Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri
- iv) Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri biçimindedir.

Türkiye'nin kambiyo denetimlerini kaldırarak sermaye hareketlerini bütünüyle libere etmesi 1980'li yılların sonunda olmuştur. Kambiyo rejiminin liberasyonu Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketlerinin boyutlarını, türlerini ve sonuçlarını değiştirmiştir. Bu süreç içinde birbirine bağlı olarak gelişen üç önemli değişimden söz etmek mümkündür. Bunlardan birincisi sermaye girişinin boyutunun genişlemesidir. İkinci değişim sermaye girişinin resmi kanallardan özel alanlara taşınması ve bu bağlamda vade yapısının ve türünün değişmesidir. Üçüncü değişim ise bu gelişmelerin sonucunda, ekonomiye akan uluslar arası sermayenin, ekonominin dış dengesizliği ve cari açıklarıyla bağlantısı zayıflarken, rezerv birikimlerinin tırmanmasıdır.⁶⁸

Türkiye de 24 Ocak kararları ile başlayan dışa açılma ve finansal serbestleşme süreci ile beraber sermaye hareketlerinin ve dış ticaretin önündeki engellerin kaldırılmasıyla dış ticaret hacminde ve sermaye akımlarında önemli artışlar olmuştur. 1989 yılında ortaya konan 32 sayılı Türk parasının kıymetini koruma hakkındaki kararlar portföy hareketlerinde ve kısa vadeli sermaye hareketlerinde önemli artışlar görülmüş ve bu artışlar doğrudan yatırımlara göre daha fazla olmuştur. 1980-2006 döneminde Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin türleri Tablo 3'de gösterilmiştir.

Tablo 3'de de görüldüğü gibi 1980 sonrası sermaye hareketlerinde artış görülmektedir. Türkiye'deki sermaye akımlarındaki bu artışlarda yıllar itibariyle dalgalanmalar mevcuttur. Özellikle 1991 Körfez krizi, 1994, 1998 ve 2001 yıllarındaki krizlerle sermayenin ülkeden ani çıkışları görülmektedir. Son 2001 krizinde Türkiye'de toplam 14.5 milyar dolarlık net bir sermaye çıkışı olmuştur. Türkiye de portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin hacmi dikkat çekicidir. Bunların hacimleri artmakla birlikte kriz zamanlarında ani giriş-çıkışlar göstermektedir. Doğrudan yatırımlara baktığımızda pek bir artış göstermemekle beraber sermaye hareketleri içindeki payı da çok azdır. Türkiye'de en yüksek doğrudan yatırım yapılan yıl 2001, 2005 ve 2006 yıllarıdır. Doğrudan yatırımlarda son yıllarda bu denli artış olmasında ileride açıklanacağı üzerine yapılan özelleştirmelerin etkisi büyüktür. Burada

⁶⁸ Berksoy.ve Saltoğlu, s.47.

dikkati çeken diğerk bir olayda ekonomide tıpkı 1990, 1993 ve 2000 yıllarında olduğu gibi 2004 yılında daha da fazla oranda sermaye girişı olmasındır.

Tablo 3

Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)

	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	Kısa Vadeli Sermaye	Toplam
1989	663	1386	-685	-584	780
1990	700	547	-210	3000	4037
1991	783	623	-783	-3020	-2397
1992	779	2411	-938	1396	3648
1993	622	3917	1370	2994	8903
1994	559	1158	-784	-5190	-4257
1995	772	237	-79	3635	4565
1996	612	570	1636	2665	5483
1997	554	1634	4788	-7	6969
1998	573	-6711	3985	1313	-840
1999	138	3429	344	918	4829
2000	112	1022	4276	4174	9584
2001	2855	-4515	-1131	-11766	-14557
2002	958	-593	2104	-1279	1190
2003	1253	2465	-809	4283	7192
2004	2026	8023	6140	1537	17726
2005	8951	13437	13530	7791	43709
2006	19034	7360	26560	-7855	45099

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

2.1.2.1. Doğrudan Yatırımlar

Yabancı sermayenin yurtiçinde yapmış olduğu fiziki yatırımlara doğrudan yatırımlar denilmektedir. Diğer bir deyişle yurtdışındaki yerleşiklerin yurtiçinde yapmış oldukları net yatırımlardır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ülke içine geldiğinde uzun vadeli karakteristik bir özellik gösterdiğinden ülkenin makro ekonomisi ve yatırımları üzerinde doğrudan bir etkiye sahiptir. Ayrıca doğrudan yatırımlarda teknoloji, yönetim becerisi ve firmaların işletmecilik bilgisini know-how'ı da beraberinde getirdiğinden ülkenin bu alanda gelişmesine de katkı sağlamaktadır.

Bir ülkeye doğrudan yatırım yapılmasını belirleyen, neredeyse önkoşul niteliğinde olan, iki önemli unsur göze çarpmaktadır: Bunlardan ilki, hukuki güvenliğe sahip bir yatırım ortamı ve sağlıklı işleyen bir hukuk sisteminin varlığıdır. İkincisi ise, sürdürülebilir makro ekonomik dengelerin ve uluslararası yatırımlar ilişkin temel politikalarda, değişen hükümetlerden bağımsız olarak, idari istikrarın sağlanmış olmasıdır.⁶⁹ Büyüme açısından en önemli sermaye türü doğrudan yatırımlar olduğuna göre Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin kalkınmasında doğrudan yatırımların önemi son derece önemli bir yere sahiptir.

Türkiye'de doğrudan yatırımlara baktığımızda sürekli artı değerdedir. 1990 yılından sonra kısa vadeli sermaye hareketlerine oranla doğrudan yatırımlar çok daha düşük düzeydedir. Doğrudan yatırımın Türkiye'ye gelmesi ile milli gelir de de direkt bir etki göstermektedir. Bu nedenle doğrudan yatırımlar ülkenin kalkınmasında önemli bir kaynaktır. Türkiye'nin kriz yılları sonrasında reel sektörün çöküntü içine girdiği, firmaların kapanması sonrası işsizliğin artması gibi olumsuz nedenleri bir daha yaşamaması için güven veren bir siyasi ortamı sağlayarak reel sektöre destek vermeli ve böylece doğrudan yatırımları teşvik etmelidir. Türkiye de yıllardır süren kronik enflasyon, istikrarsız büyüme ve ekonomik, siyasi ve politik istikrarın sağlanamamasından dolayı doğrudan yatırımlarda önemli bir gelişme görülmemiştir. Doğrudan yatırımlar yatırımların finansmanı açısından önemli bir dış kaynaktır. Fakat

⁶⁹ Süreyya Serdengeçti, TCMB, 73. Hissedarlar Genel Kurul Olağan Toplantısı Açılış Konuşması, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/73-2005-genelkurul.pdf>, s.28. (07.06.2007).

Türkiye’de doğrudan yatırımların bu denli düşük boyutta olması yatırımlar üzerinde beklenen yararların elde edilemediğinin bir göstergesidir.

2001 yılı sonrası IMF ile uygulanan ekonomik politikaların sonucunda uygulanan özelleştirmeler, şirket birleşmeleri ve satışları sonrasında ülkeye giren doğrudan yatırımlarda artış olmuştur. Türkiye’nin yaşadığı en şiddetli kriz yılı olan 2001 yılına gelinceye kadar, doğrudan yatırımlar yılda ortalama 800 milyon dolar gibi ihmal edilebilir bir rakamlardaydı. Tablo 4 ‘ten de görüleceği üzere 2001 yılı öncesi Türkiye ciddi bir doğrudan yatırım çekemezken 2001 yılı sonrası doğrudan yatırımların miktarında artış yaşanmıştır. 2001 yılında yükselen döviz fiyatları ve düşen hisse senetleri fiyatlarından ötürü hisse senetleri düşük fiyattan yabancıların eline geçti. Olağan koşulların dışında yarı fiyatlara kadar düşen hisse fiyatlarından ötürü önemli bir sermaye kaybı yaşanmıştır. Nitekim 1994 ve 1999-2001 krizlerinde bankalar, turizm şirketleri, gıda sanayinin önemli bir bölümü bu şekilde el değiştirdiler.⁷⁰ Görüldüğü gibi bu artışlar doğrudan yatırımların kompozisyonundaki değişimlerin sonucunda olmuştur. 2003 yılından sonra ise Türkiye’ye giren doğrudan yatırımların % 80’i gayrimenkul alımları şeklinde iken 2004 yılı sonrası haberleşme, bankacılık ve finans sektöründe yoğunluk kazanmıştır.⁷¹ Türkiye’de 2006 yılında büyük ölçekli sınır ötesi birleşme ve satın alma işlemleri içerisinde finans (%44) ve telekomünikasyon (% 40,5) önemli yer tutmaktadır.⁷² Böylece Türkiye’de 2006 yılında 19 milyar doları aşan bir doğrudan yatırım gerçekleşmiş olup bunda son yıllarda özelleştirmelerden sağlanan gelirlerin payı büyüktür.

IMF tarafından hazırlanan istikrar programları özünde sıkı para ve maliye politikalarının sağlanması, kamu açıklarının kontrolünün sağlanması ve sonucunda özelleştirmelere gidilerek kamu kesiminin daraltılması sermaye hareketlerinde serbesti sağlanarak bunun ekonomik istikrarsızlığa çözüm olunacağı savunulmaktadır.⁷³ Oysa son yıllarda artan doğrudan yatırımlar istikrarlı bir büyüme şeklinde gözükse de

⁷⁰ Gülten Kazgan, **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001) Ekonomik Politik Açısından Bir İrdeleme**, İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2005, s.278.

⁷¹ Oğuz Altun ve Oya Can Mutan, Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi, **SPK Araştırma Raporu**, 2007, s.36.

⁷² Hazine Müsteşarlığı, **Uluslar arası Doğrudan Yatırımlar 2006 Yılı Raporu**, Haziran 2007, s.13.

⁷³ Manuel Guitian, “The Fund’s Role in Adjustment”, **Finance and Development**, 24 (2), June 1987. ss.3-6.

temelinde özelleştirmelerden sağlanan gelirler sayesinde. Kaldı ki bu özelleştirmelerin de bir sınırı vardır.

Tablo 4

Türkiye’de Doğrudan Yatırımların Gelişimi (Milyon Dolar)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007/09
Doğrudan Yatırımlar	573	138	112	2855	958	1253	2026	8951	19034	13545

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Tablo 5

Özelleştirme Gelirleri (Milyon Dolar)

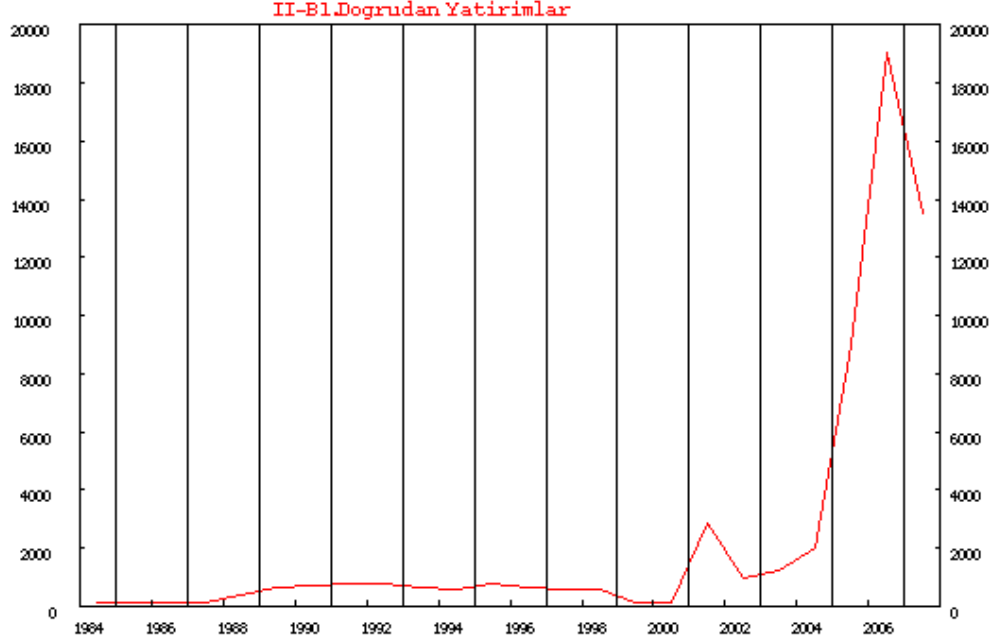
	1986-2004	2005	2006
Toplam Satış/ Devir Bedeli	9462	8222	8093

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Doğrudan yatırımlar 1986 yılı sonrası 2000’li yıllara kadar paralel seyir ederken 2001 yılında Şekil 2’de de görüldüğü gibi bir sıçrama yaşanmış ve 2001 şubat krizi ile biraz gerileme yaşanırken 2003 yılından sonra belirgin bir artış yaşanarak 2006 yılında rekor düzeye ulaşmıştır.

Şekil 2

Türkiye’de Doğrudan Yatırımlar 1984-2006/09 Milyon Dolar



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yapılan doğrudan yatırımların ağırlığının çok önemli sonuçları olabilmektedir. Yatırım yapılan ülke, yatırımda kontrol güçlerini kaybederler. Çünkü yatırım yapan ülkelerin kurallarına uymak zorunda kalılabilmektedir. Gerçekten de doğrudan yatırımlar, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kalkınmasıyla çelişki halinde bulunan büyük uluslar arası firmalar tarafından gerçekleştirilir.⁷⁴

2.1.2.2. Portföy Yatırımları

Türkiye’de kurulu şirketlerce çıkarılan hisse senetleri ve tahviller ile Hazine tarafından çıkarılarak uluslararası sermaye piyasalarında satışa sunulan devlet tahvillerine yabancı yatırımcıların yaptıkları yatırımlara portföy yatırımı denir.

⁷⁴ J.M. Albertini, **Az Gelişmişliğin Mekanizması**, Muzaffer Sencer (çev.), İstanbul: Geçiş Yayınları, 1972, s.115.

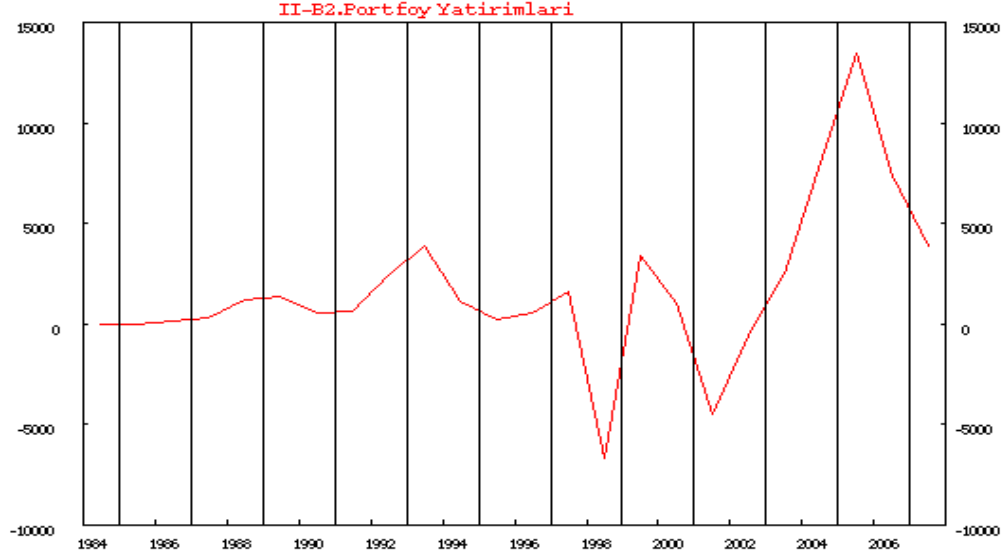
Portföy yatırımlarının içeriği incelendiğinde; portföy yatırımı olarak Türkiye'ye giren dövizin kamu kesiminin finansmanında kullanıldığı görülmektedir. Portföy yatırımları içinde yurt dışında yerleşiklerin yüksek faiz- düşük kur nedeniyle Türkiye'ye döviz getirip bunu Türk Lirasına çevirip daha sonra da yüksek faizli hazine bonosu ve devlet tahvili gibi sıcak para niteliğinde menkul kıymet satın aldıkları görülmektedir.⁷⁵ Bu durumda yurt dışı yerleşiklerin kur farklılıklarından da kazançları olabilmektedir. Menkul kıymeti satın aldığı dönemde bozdurdukları kur düzeyi daha sonra vade sonunda daha da düşük düzeyde ise artı kazanç sağlayarak düşük kur üzerinden daha da fazla miktarda döviz satın alarak yurt dışına götürebilmektedir. 2001 krizi sonrası Türkiye'de kurların düşme eğiliminde olduğu özellikle son 2 yılda yerli para biriminin daha da değerli hale gelmesi bu durumu daha da destekler niteliktedir.

Portföy yatırımları ülkemize 1986 yılından sonra gelmeye başlamış ve 1989 yılından sonra artış göstermiştir. 1993 yılında 3.9 milyar dolar ile yüksek bir artış sağlamış daha sonraki 1994 krizi yıllarında portföy yatırımlarında azalma olmuş ve Türkiye'de tarihinin en büyük portföy çıkışı 1998 yılında olmuştur. Bunda Güney Doğu Asya ve Rusya krizinin etkisi vardır. 1998 yılında 6.7 milyar dolar çıkış olmuş ve bunu 2001 yılındaki kriz izlemiştir. 2001 yılında da 4.5 milyar dolar civarında bir çıkış olmuştur. Türkiye'deki portföy hareketlerine baktığımızda oynaklığın olduğu görülür. 1986 yılında portföy hareketlerinin ülkeye gelmesi 1989 yılındaki 32 sayılı kararla hız kazanmış, fakat 1994, 1998, 2001, krizi yıllarında portföy yatırımlarında ciddi bir çıkış olmuştur.

⁷⁵ Uzunoğlu vd, s.126.

Şekil 3

Türkiye’de Portföy Yatırımları 1984-2006/09 Milyon Dolar



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

2.1.2.3. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Uzun vadeli sermaye hareketleri kalemi portföy yatırımları içinde takip edilmeyen ve vadesi bir yıldan fazla yurt içi borçlanmaları, borç geri ödemelerini ve borç vermeleri içerir. Buradaki borçlanmalar sermaye piyasası araçlarıyla borçlanmalar değil genelde banka borçlanmaları ve sendikasyonlar bu kalemde takip edilir.⁷⁶ Uzun vadeli sermaye hareketlerinin vadeleri bir yıldan uzun oluşu ve kısa süreli sermaye gibi likit özellik göstermemesi sonucunda ülkeyi aniden terk etmemesi neticesinde ekonomik açıdan daha da istikrarlı bir görünüm arz eder.

Uzun vadeli sermaye hareketleri özel şirketler veya resmi kuruluşlar (hükümetler ve uluslar arası kurumlar) tarafından gerçekleştirilmiş olabilir. Buna göre Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası finans kuruluşlarının ülkeye açtıkları krediler

⁷⁶ Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması**, 9. Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2005, s.246.

ya da diğer devletlerden alınan ya da onlara sağlanan krediler birer uzun süreli resmi sermaye işlemi niteliğindedir. Dolayısı ile bu tür işlemler ödemeler bilançosunun sermaye hesabında yer alırken, bunların karşılığında yapılan faiz, kar ve temettü ödemelerine cari işlemlerin hizmetler bölümünde yer verilir.⁷⁷

Uzun vadeli sermaye akımında ülke içine sermaye girişi diğer bir deyişle alınan krediler sermaye çıkışlarından yani yapılan ödemelerden fazla ise uzun vadeli sermaye kalemi artı değerdedir. Tersini durumda yapılan ödemeler alınan kredilerden fazla ise uzun vadeli sermaye kalemi negatif değer alır. Buna göre 1989 yılından 1995 yılına kadar 1993 yılı hariç uzun vadeli sermaye hareketlerinde çıkış yaşanırken 1996 yılından 2000 yılına kadar uzun vadeli sermaye girişi pozitif değerde iken 2001 yılındaki krizle sermaye çıkışı yaşanmış ve 2004 yılı sonrası özellikle 2005 ve 2006 yıllarında sırasıyla 13,5 ve 26,5 milyar dolar sermaye girişi olmuştur. 1989 yılı ile 2004 yılları arası Türkiye'ye giren Uzun vadeli sermaye girişi toplamı 13 milyar dolar civarında iken sadece 2006 yılında 26,5 milyar dolar seviyesinde bir sermaye girişi olması özellikle bankacılık kesimi ile özel sektörün almış oldukları kredilerin ne denli yüksek boyuta ulaşmış olduğunu göstermektedir. Son iki yıldır özellikle 2005 yılı sonrası döviz kurlarındaki düşüş ile de birlikte bankaların yurt dışından sendikasyon kredisi kullanımı artmıştır. Dolayısı ile kurlarda ani bir çıkış olması bu kesimin borçlarını da aynı oranda arttıracığından ekonominin ciddi bir kur riski taşımasına neden olmakta özellikle bankalar tarafından yurt dışından sağlanan uzun vadeli sermaye ülke içinde hem tüketimi hem de yatırımları arttırmaktadır.

2.1.2.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa süreli sermaye hareketi vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki uluslararası sermaye akımlarıdır.⁷⁸ Ödemeler dengesi sermaye hareketleri içerisinde yer alan kısa vadeli sermaye hareketleri varlıklar ve yükümlülükler olarak iki bölümden oluşmaktadır. Varlıklar bölümünde dışarıya verilen krediler, yükümlülükler

⁷⁷ Seyidoğlu, s.314.

⁷⁸ Seyidoğlu, s.315.

bölümünde ise, TCMB, ticari bankalar ve diğer sektörlerin işlemlerinden kaynaklanan kısa vadeli borçlar yer almaktadır.⁷⁹

Kısa vadeli sermaye hareketi faiz-kur arbitrajından yararlanma amaçlı yüksek getiri peşinde olup ve büyük ölçüde spekülatif ve sıcak para niteliği taşımaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri daha çok ödemeler dengesi açıkları ve kamu açıklarının geçici olarak finansmanına katkı sağlamaktadır.

Türkiye 1980 yılı sonrası dış ekonomik ilişkilerde çok daha bağımlı hale gelmiştir. Türkiye’de makro ekonomik istikrarın sağlanamamasından dolayı Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG) ve dış açıkların kronikleşmesi, artan iç borçlanma faiz oranları üzerinde baskı yaratmış ve artan faiz oranları sonucu kısa vadeli sermaye hareketleri de hız kazanmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke içinde olumsuz ekonomik ve siyasi gelişmeler sonrasında aniden çıktığı da görülmektedir. Faiz oranlarının yüksek oluşu, kurun da sabit yada düşük seviyede oluşu kısa vadeli sermaye hareketlerini hızlandırmakta ve ani çıkış zamanlarında ise finansal krizlere sebep olmaktadır. Kısa vadeli sermaye girişlerinin en yüksek olduğu yıllar sırasıyla 1990, 1993 ve 2000 yıllarıdır. Ve bu yılları izleyen bir sonraki yılların ortak özelliği ise kriz yılları olmasıdır. Örneğin 1991 körfez krizi, 1994 ve 2001 krizleri ciddi kısa vadeli sermaye çıkışları olduğu yıllardır. Son 1994 krizinde 5.1 milyar dolar, 2001 krizinde ise 11.7 milyar dolarlık kısa vadeli sermaye çıkışı olmuş ve bu sermaye hareketleri türünde kriz yıllarında en fazla çıkışın olduğu kalemdir. Bu yönüyle kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları gibi istikrarsız ve dalgalı bir seyir izlemiştir. Öte yandan kısa vadeli sermaye hareketleri spekülatif bağımlılığı daha da arttırmaktadır. Çünkü sermayenin ülkeden ani çıkış göstermesi ekonomideki kilidi kapatmaktadır. Bu kilidin açılması için tıpkı 2001 yılındaki durum gibi ülkenin dışardan borçlanması gerekmektedir. Öte yandan 2005 yılında ise 7.7 milyar dolarlık bir kısa vadeli sermaye girişi olmuşken, takip eden bir sonraki yıl yani 2006 yılında 7.8 milyar dolarlık ta sermaye çıkışı olmuştur. Bu durum kısa vadeli sermaye hareketlerinin ne kadar da oynak bir yapıya sahip olduğunun göstergesidir.

⁷⁹ Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 10. Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2000. s.299.

Sermaye girişlerinin bileşimi de son derece önemlidir. Kısa süreli fon akımları hisse senetleri, kısa vadeli tahviller gibi kolaylıkla geri dönebilecek iken uzun süreli fonlar uzun vadeli krediler ve tahviller ile doğrudan yatırımlar çabucak ülkeyi terk edemez. Doğrudan yatırımlar ile uzun vadeli sermaye girişleri ülkenin üretim kapasitesini arttıracığından yararlıdır. Buna karşılık kısa süreli sermaye girişleri tüketimde artışa ve etkin olmayan proje yatırımlarına neden olabilir. Doğrudan yatırım arzulanırken sıcak para spekülasyon yönü ağır bastığından uygun bir fon kaynağı değildir.⁸⁰ Fakat ülke ekonomileri kısa vadeli sıcak parayı pek sevmeseler de yarattığı sonuçları açısından memnun kalmaktadır. Özellikle kamu kesimi finansman açığı yüksek olan Türkiye gibi ülkelerde, bu açığın iç borçlanma yolu ile kapatılması faiz hadlerini yükseltmekte bu da yabancıların o ülkeye yönelik sermaye akımlarını özendirilmektedir.

2.2. Türkiye’de Ekonomik Büyüme

2.2.1. Ekonomik Büyümenin Gelişimi

Türkiye ekonomisinin büyüme dinamikleri ve bunu etkileyen faktörler iktisat yazınında önemli bir konu haline gelmiştir. Büyüme, daha önce de tanımladığımız gibi kişi başına reel hasıladaki artıştır.

Türkiye ekonomisini 1923 yılı cumhuriyet sonrası dört döneme ayırmak mümkündür. 1923-1940 tek parti dönemi, 1945-1960 çok partili döneme geçiş, 1960-1980 ithal ikameci kalkınma dönemi ve 1980 sonrası dışa açık büyüme dönemi şeklindedir.⁸¹ Cumhuriyet’in kuruluşundan ikinci dünya savaşı’na kadar ki dönemde Türkiye ekonomisi yüksek bir kalkınma hamlesi gerçekleştirmiştir. Bu dönemde Anadolu’nun savaş sonrası ekonomik gelişiminin sağlanması için yerli sanayinin gelişimini sağlamaya yönelik kalkınma planları uygulanmıştır.

Cumhuriyetin kuruluşundan 1960’lı yılların başlarına kadar Türkiye ekonomisi yaşanan 1929 Bunalımı ve İkinci Dünya Savaşı’nın olumsuz koşullarına rağmen ortalama %5,1 ile %3,2 oranında kişi başına büyüme hızı yakalamıştır. 1960’lı yıllarla

⁸⁰ Ali İhsan Karacan, **Finans, Ekonomi ve Politika**, İstanbul: Creative Yayıncılık, Kasım 1997, s.119.

⁸¹ Erol Taymaz ve Halil Suiçmez, “Türkiye’de Verimlilik, Büyüme ve Kriz”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, Nisan 2005, s.3.

birlikte de planlı kalkınma dönemine geçilmiştir. 1962’de uygulamaya konulan kalkınma planlarının temel amacı hızlı sermaye birikimi ve sanayileşme yolu ile milli gelirin arttırılmasıdır. Türkiye’nin son 50 yılda uygulamaya koyduğu büyüme stratejisinin ilk aşamasını oluşturan bu politika ithal ikamesine dayalı büyüme stratejisidir. Bu dönemde ekonomik büyümenin kaynakları; arz açısından sermaye birikimi, teknolojik gelişme ve iş gücünde artış iken; talep açısından ise iç pazarın gelişmesi ile talep yapısında meydana gelen değişimdir.⁸²

Türkiye 1980 sonrası ekonomik stratejisini içe yönelik büyümeden dışa yönelik büyümeye geçerek değiştirmiştir. Bununla birlikte devlette yatırımlarını imalat sanayinden altyapı yatırımlarına kaydırmıştır. Bunun sonucunda ihracat ve ithalat yükselmeye başlamış dolayısı ile dış ticaretin artması sonucu toplam faktör verimliliği de bundan olumlu etkilenmiştir.⁸³ Türkiye’nin 1980 sonrası ekonomik yönden dışa yönelik büyüme modelinde, iç talep yerine dış talebin, kamunun ekonomiye aktif müdahalesi yerine özel kesimin öncü rolünün ekonomik büyümeye yön vermesi kabul edilmektedir. Piyasa ekonomisini gelişimi ve ekonominin dışa açılmasının uyaracağı sermaye birikimi ve verimlilik artışının, büyümenin kaynağında daha büyük pay sahibi olacağı hedeflenmiştir. Ancak Türkiye’de ekonomik büyümenin kaynağının artan ölçüde verimlilik artışından kaynaklanmadığı, zayıf verimlilik artışının yanında bu faktörle yakından ilişkili sermaye birikim hızında da önemli düşüşler olduğu görülmektedir. Verimlilik artışı ve sermaye birikiminde görülen bu zayıflama özellikle 1990’lı ve 2000’li yılların başında büyümede ciddi dalgalanmalara neden olarak ekonominin sürdürülebilir bir büyüme’yi gerçekleştirememesine neden olmuştur.⁸⁴

Türkiye’nin dışa açılarak sanayileşebilmesinde en uygun yol, dış rekabet gücü büyük bir üretim gücünün oluşturulabilmesidir. Öte yandan Türkiye’nin dış ticaretle kazanan taraf olabilmesi ve ekonominin reel büyüme hızının bu şekilde

⁸² Ahmet Ay ve Zeynep Karaçor, “2001 Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinde Krizden Büyümeye Geçiş Üzerine Bir Tartışma”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 16. Sayı, 2006, s.69.

⁸³ Kıvılcım Metin Özcan ve Mustafa İsmihan, “Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynakları:1960-2004”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı 241, Nisan 2006, s.83.

⁸⁴ TÜSİAD, “Eğitim ve Sürdürülebilir Büyüme Türkiye Deneyimi, Riskler ve Fırsatlar”, **Büyüme Stratejileri Dizisi**, Haziran 2006, s.35.

yükseltilebilmesi için de tek sağlıklı yol, teknolojisini ileri, üretim bilgisi üstün, rekabet gücü büyük ve verimli bir sanayiye sahip olabilmesidir.⁸⁵

2.2.2. Türkiye’de Ekonomik Büyüme’ye Olan İhtiyaç

Ekonomik büyümenin ülke ekonomisi açısından önemine ve büyümeye neden ihtiyaç duyulduğuna baktığımızda;

Daha yüksek geçim seviyesini sağlamak için; herkesin eşya ve hizmetlerdeki payı artacağından ekonominin kişi başına düşen gerçek milli hasılası arttığı zaman, geçim seviyesi de artacaktır. Hür dünyada söz sahibi olabilmek büyüyen ekonomideki artılla-bunun bir masrafı vardır- o da büyümeden arta kalan payla olabilmektedir.⁸⁶ Gelirin yeniden dağılımının sağlanması için; ekonomik büyüme çeşitli yeniden dağılım türlerinin gerçekleşmesini kolaylaştırır. Örneğin hızlı bir büyüme oranı yoksulluğun yok edilmesini siyasi olarak daha da mümkün kılar.⁸⁷

İktisadi kalkınma olgusu, hızlı bir büyümenin uzantısı olarak uluslar arası iş bölümünde daha yüksek bir konuma ulaşma ve yaşam kalitesinin yükselmesi olarak tanımlanmaktadır. Bu genel yaklaşım altında ekonomik büyümeye olan ihtiyacın gerçekleşmesi için gerekli beş olgu şunlardır;

- i) sürdürülebilir büyüme
- ii) üretim ve tüketim kalıplarının yapısal değişime uğraması
- iii) teknolojik ilerleme
- iv) sosyal, siyasi ve kurumsal modernleşme
- v) yaşam standartlarında geniş çaplı iyileşmedir.

Bu gözlemlere göre Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin ikinci dünya savaşı öncesinde sadece büyüme çevrimleri yaşamış ve söz konusu çevrimler genellikle

⁸⁵ Ahmet Kılıçbay, **Türkiye’nin Ekonomi Politikaları**, İstanbul: Der Yayınları, 1997, s.223.

⁸⁶ Gerson Antell ve George Soule, **Herkes İçin Ekonomi**, Nejat Muallimoğlu (çev.), 2. Baskı, İstanbul: Avcıol Basın Yayın, 1992, s.356.

⁸⁷ Richard G. Lipsey, Peter O. Steiner, Douglas D. Purvis, **İktisat**, Ömer Faruk Batirel vd. (çev.), İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 1990, s.251.

sanayileşmiş ülkelerin ara malı ve birincil mallara olan ithalat gereksinimlerine belirlenmiştir.⁸⁸

Türkiye’de yurtiçi tasarruflar sabit sermaye yatırımlarının gerisinde kaldığı sürece, ekonomide kaynak açığından söz edilir. Bu kaynak açığı iki şekilde kapatılmakta ya yabancı sermaye yatırımları’nın ülke içine çekilmesi ile ya da dış borçlarla kapatılır. Yabancı sermaye, doğrudan yabancı sermaye şeklinde olacağı gibi portföy yatırımı şeklinde de ülkeye gelebilir. Fakat ekonomik büyümeye doğrudan katkı sağlaması açısından portföy yatırımlarından ziyade doğrudan sabit sermaye yatırımları tercih edilir. Çünkü bu tür yatırımlar, ekonominin özel sabit sermaye yatırımlarına katkıda bulunarak dış kaynak açığını giderir ve ekonomik büyümeyi hızlandırır.⁸⁹

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerini sürdürebilmeleri için milli gelirin önemli bir payını yatırıma ayırması gerekir. Yatırımın ana kaynağı ise tasarruflardır. Yüksek bir yatırım ortamı tasarrufların arttırılmasına bağlıdır. Fakat gelişmekte olan ülkelerde milli gelirin yetersiz olması nedeniyle bu ülkelerde tasarruf oranı düşüktür. Tasarruf oranı düşük olduğundan yatırımlar arttırılamamakta ve ekonomik verimlilik geri kalmaktadır.⁹⁰ Bunun sonucunda da sermaye yetersizliği nedeniyle ekonomik kalkınmaları için ihtiyaç duyulan yatırımları gerçekleştirememektedir.

2.2.3. Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynakları

Türkiye ekonomisinde reel büyümenin kaynağı genellikle ülkeye giren net sermayedir. Tablo 6’da da net bir şekilde görüleceği üzere sermaye hareketlerinin büyümeye ne derecede etki ettiği görülebilmektedir. Öte yandan Türkiye’de bankaların tüketici ve yatırım kredilerinde artış gösteren dönemler sermaye girişinin olduğu dönemlerdir. Dışardan sermaye girişi olduğunda, bankalar hem tüketicilere, hem firmalara ve hem de devlete rahat kredi açabilmektedir. Tüketim ve yatırım kredisindeki artış, ekonomik büyümeyi de hızlandırmaktadır. Sermaye girişinin durduğu ve çıktığı dönemlerde ise krediler kesilmekte ekonomi hızla daralma sürecine girmektedir.

⁸⁸ Türkiye Ekonomi Kurumu, **Büyüme Stratejileri**, Tartışma Metni ,2003 s.21.

⁸⁹ Karluk, s.114.

⁹⁰ Seyidoğlu, s.621.

Kıyasıca ekonomiye sermaye girişi olduğu zaman ithalat, yatırım, tüketim ve kamu harcaması rahatlıkla yapılabilmekte ve ekonomi hızla büyüebilmektedir.⁹¹

Hızlı büyüme ve kalkınmanın kaçınılmaz ön koşulu sermayedir. Başka bir deyişle ülkemizin istikrarlı büyümesi ve zenginleşmesinin önündeki en büyük engel yurt içindeki sermaye stokunun yetersizliğidir.⁹² Dolayısı ile yurt içi sermaye açığını yurt dışından sermaye akımı çekerek finanse etmekteyiz. Tablo 6'ya bakacak olursak, sermaye girişlerindeki artışa paralel olarak ekonomik büyümede de artış olmuştur. Bunun yanında sermaye çıkışının olduğu yıllarda büyüme, sermaye çıkışlarına paralel olarak negatif değerler almıştır. 1998 yılında ekonomide yaşanan durgunluk üretimde daralmaya yol açarak büyümeyi de olumsuz etkilemiştir. 2001 yılında ise -9.5'lük negatif büyüme ile büyüme bakımından son yılların en kötü sonucu gerçekleşmiştir.⁹³

Yapısal olarak aşırı değerli ulusal para ve ucuz döviz dayalı ithalat patlamaları dış borçlanmayı da uyarmaktadır. Özellikle sıcak para girişlerinin sağladığı aşırı değerlenme, bir yandan ithalat maliyetlerini ucuzlatıp iktisadi büyümeyi finanse ederken diğer yandan da finansal piyasalarda spekülasyon kazançları özendirmiştir. Ancak spekülasyon nitelikli bu büyüme dalgası hiç bir zaman böyle uzun olmamış ve 1990-93; 1995-98; 2000 genişleme dönemleri sırasıyla 1994, 1999 ve 2001 krizleri ile sonuçlanmıştır.⁹⁴ Bu durumda bize büyüme ve sermaye hareketleri ilişkisinin ne kadar da önemli olduğunu kanıtlar niteliktedir.

Tablo 6

Net Sermaye Hareketi ve Büyüme (Milyon Dolar)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Büyüme	1,6	9,4	0,3	6,4	8,1	-6,0	8,0	7,1	8,3
Net Sermaye Hareketi	780	4037	-2397	3648	8903	-4257	4565	5483	6969

⁹¹ Eğilmez ve Kumcu, s.256.

⁹² Cem Kozlu, **Öfkeden Çözüm**, İkinci Basım, İstanbul: İş Bankası Kültür Yayınları, 2003, s.147.

⁹³ Ulusoy ve Karakurt, s.45.

⁹⁴ Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, ss.136-137.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Büyüme	3,9	-6,1	6,3	-9,5	7,9	5,9	9,9	7,6	6
Net Sermaye Hareketi	-840	4829	9584	-14557	1190	7192	17726	43709	45099

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Tablo 7’de Türkiye’de 1989 yılı ekonomide sermayenin tamamen serbestleştirilmesi sonrası temel makro ekonomik göstergeleri verilmiştir. Bu göstergeler aynı zamanda Gayri Safi Milli Hasıla(GSMH)’ya etki eden en önemli bileşenleri de oluşturmaktadır. Burada GSMH’daki yüzdelik değişim aynı zamanda büyüme rakamlarını vermektedir. 1989 yılı sonrası tabloda göze çarpan en önemli olgu büyümedeki dalgalanmalardır. Aynı şekilde tüketim ve yatırım harcamalarında da istikrarsızlıklar görülmektedir. Diğer yandan cari işlemler açığı ne zaman artmışsa ekonomik büyümede buna paralel olarak artmıştır. Cari işlemler açığını oluşturan en önemli açık dış ticaret açığıdır. Dış ticaret açığı da ihracat ve ithalat arasındaki farktır. Dolayısıyla ithalattaki artış büyüme ile paralellik göstermektedir.

Gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH), özel kesimin tüketim ve yatırım harcamalarındaki yavaşlamaya rağmen dış talebin gücünü koruması nedeniyle, 2007 yılının ilk yarısında 2006 yılının aynı dönemine göre % 5,3 oranında artmıştır. 2007 yılının ilk yarısında tüketim ve yatırım harcamalarının büyüme katkısı azalırken, net ihracatın katkısı artmıştır. Gayri Safi Yurt İçi Harcamalar(GSYİH)’in harcamalar yönünden en büyük bileşeni olan özel nihai tüketim harcamaları 2007 yılının ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre % 0,8 gibi düşük bir oranda artması sonucu tüketimin büyüme katkısı azalmıştır. Özel sektör yatırım harcamaları 2007 yılının ilk yarısında 2006 yılının ilk yarısına göre % 4,9 artmıştır. Kamu sektörü yatırım harcamalarındaki yüzde 25,1 oranındaki artışa rağmen yatırım harcamalarının büyüme katkısı azalmaktadır.⁹⁵

⁹⁵ TCMB Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2007, s.9.

Tablo 7**Temel Makro Ekonomik Göstergeler**

Yıllık % Değişim						Milyon \$		
	GSMH	Tüketim		Sabit Sermaye Yatırımları		İhracat	İthalat	Cari İşlemler Dengesi
		Özel	Kamu	Özel	Kamu			
1989	1,6	-1.0	0.8	1.7	3.1	11625	-15815	938
1990	9,4	13.1	7.9	19.4	8.9	12959	-22407	-2625
1991	0,3	1.9	4.4	0.9	1.8	13593	-20883	250
1992	6,4	3.3	3.7	4.3	4.3	14715	-22791	-974
1993	8,1	8.4	5.4	35.0	3.4	15345	-29426	-6433
1994	-6,0	-5.3	-3.4	-9.0	-34.7	18106	-22273	2631
1995	8,0	5.6	6.6	17.8	-12.4	21636	-34788	-2339
1996	7,1	8.4	8.5	12.0	24.4	32067	-42331	-2437
1997	8,3	8.3	4.1	11.9	28.3	32110	-47158	-2638
1998	3,9	0.6	7.8	-8.2	13.9	30662	-44715	1985
1999	-6,1	-2.6	6.4	-17.8	-8.6	28842	-39024	-1336
2000	6,3	6.1	7.1	15.9	19.6	30721	-52681	-9823
2001	-9,5	-9.1	-8.5	-34.8	-21.9	34373	-38103	3393
2002	7,9	2.0	5.4	-5.2	8.7	40124	-47407	-1519
2003	5,9	6.6	-2.4	20.3	-11.5	51206	-65216	-8036
2004	9,9	10.0	0.5	45.4	-4.6	67047	-90925	-15599
2005	7,6	8.7	2.4	23.5	25.8	76949	-110479	-22604
2006	6,0	5.2	9.6	17.3	-0.2	91944	-133268	-32331
2007	-	-21.9	-28.1	-17.8	-35.7	103258	-145393	-32758

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Tablo 8’de Gayri Safi Yurt İçi (GSYİH)’da ki diğer bir deyişle ekonomik büyümedeki net artışlar reel olarak (1987 fiyatları ile) verilmiştir. Buna göre GSYİH 2003, 2004, 2005 ve 2006 yıllarında sırasıyla 6.8 bin YTL 11.3 bin YTL, 10 bin YTL ve 9 bin YTL artmıştır. 2006 yılındaki artışın %55’i özel nihai tüketim harcamalarından

%11'i devletin tüketim harcamalarından kaynaklanmıştır. %63'ü özel kesimin sabit sermaye yatırımlarından kaynaklanmıştır. Devlet yatırım harcamaları 2005 yılında %16 lık bir katkı sağlarken 2006 yılında katkı sağlamamıştır. Kamu ciddi bir tasarrufa giderek gerek tüketim gerekse de yatırım harcamalarında bulunmamıştır. Ekonomik büyümenin kaynağı iç talepteki artıştan burada da özellikle özel sektörün tüketim harcaması ve yatırım harcamalarından sağlanmıştır. Stok değişimlerinde ise ciddi dalgalanmalar olmuştur 2003 yılında 6.8 bin YTL'lik GSYİH artışının 3.5 bin YTL'si stok değişimlerinden kaynaklanmış olup ülke içindeki üretimin %50 den fazlası stoklarda birikmiştir. Fakat bu durum 2006 yılında tersine dönmüştür. Net ihracatın büyümeye katkısı genellikle negatif değerler almıştır. Bu durum ithalatın ihracattan daha fazla artmasından kaynaklanmıştır. Tüketim ve yatırım harcamalarındaki artışın kaynağı ve sonucu ithalattaki bu artış olmuştur. İthalatın artması cari işlemler açığının artmasına dolayısı ile cari işlemler açığının finansmanı bize büyümenin kaynağını vermektedir.

Tablo 8

1987 Sabit Fiyatlarıyla Reel GSYİH Unsurlarındaki Artışlar (Bin YTL)

	2003	2004	2005	2006	GSYİH'a Katkısı 2005 (%)	GSYİH'a Katkısı 2006 (%)
Özel Nihai Tüketim	4968	8034	7697	4989	76	55
Devletin Nihai Tüketimi	-243	51	236	959	2	11
Sabit Sermaye Yatırımları	2250	8020	7880	5690	80	63
Özel Sabit Sermaye Yatırımları	3092	8322	6282	5709	63	63
Devlet Sabit Sermaye Yatırımları	-843	-301	1598	-18	16	0
Stok Değişimleri	3593	1431	-3375	-3020	-33	-33
Net İhracat	-3713	-6205	-2348	431	-23	5
GSYİH	6855	11331	10090	9049	100	100

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

2.3. Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etki Kanalı

Sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerinde etki kanalı ekonominin genel dengesini belirlemede son derece etkilidir. Ülkenin yatırım ve tasarruf düzeyi, ihracatı ve ithalatı diğer bir deyişle dış dengesi özellikle tasarruf yetersizliği, dış açık ve bunun finansman şekli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerinde en önemli kanalları olması dolayısı ile önem arz etmektedir.

Türkiye ekonomisi 24 Ocak 1980 kararları ile dışa açık bir ekonomiye dönüşmek için gerekli yapısal dönüşümleri tamamlayarak 1989 yılında sermaye hareketlerini tamamen serbestleştirmiştir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi hükümetlerin tasarruf yetersizliğini gidermek ve bütçe açıklarını finanse etmede yurt dışı piyasaları kullanmak istemesinden kaynaklanmıştır. Ancak serbestleşme sermaye girişlerinin hızla artmasına ve dolayısıyla dış borç stokunun da giderek yükselmesine neden olmuştur.⁹⁶ Türkiye ekonomisinde 1989 yılından sonra düşük döviz kuru, aşırı değerli ulusal paranın hakim olduğu görülmekte ve bu durum sermaye hareketleri liberalizasyonuna girmiş olduğu bütün ülkelerde görülmektedir. Sermaye hareketlerinin liberalizasyonu Türkiye’de uzun dönemli döviz kurunu ucuz, ulusal parayı aşırı değerli hale getirmiş ve uluslararası piyasalara bir kaynak aktarımına (finansal arbitraja) neden olmuştur.

1990’larda yaşanan üç önemli değişiklik (bilgi teknolojisindeki buluş ve yenilikler, bunun finansal tekniklerde ve araçlarda sağladığı yenilikler, sermaye hareketlerinin yaygınlaşması ile artan globalleşme olgusu), yaşanan krizlere farklı boyutlar katmıştır. Özellikle bilgisayar ve bilgi teknolojisindeki yeniliklerin finansal araçlar ve finansal hizmetler üzerindeki etkisi, hiçbir alan da olmadığı kadar yoğun olmuş, haberleşme maliyetlerinin düşüşü ve yeni finansal araçların artışı sermaye hareketlerini arttırmış ve krizlerin yaygınlaşmasında hızlandırıcı rol oynamıştır.

Türkiye’ye yabancı sermaye girişi dış borç stokunun artmasının yanında önemli bir dış dengesizlik sorunu da ortaya çıkartmakta bu da kamuda iç dengesizlik ve transfer sorununa neden olmaktadır. 1990 yılından sonra gelişmekte olan ülkelere aşırı

⁹⁶ Tolga Tiryaki, “Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği”, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, No 8, Temmuz 2003, s.13.

bir yabancı sermaye girişi yaşanmıştır. Bu aşırı sermaye girişi sonucu ödemeler dengesi üzerinde ortaya çıkan gelişmelerin başında cari açıkların artması gelmektedir. Net sermaye girişinin rezerv artışlarına gitmeyen kısmı cari açıkları finanse etmekte kullanılmaktadır. Diğer bir deyişle sermaye girişlerindeki artış cari açığın artmasına olanak vermektedir. Çünkü sermaye girişlerinin artması sonucu ülkede döviz miktarında artış yaşanırken, diğer yandan da yerli para değer kazanıp, ithal malları ucuzlatmakta ve ihracat pahalı hale getirmektedir.⁹⁷ Dolayısı ile sermaye hareketlerinin ekonominin dış ticaret dengesi üzerindeki etkisi döviz kuru aracılığı ile olmaktadır. Diğer yandan standart açık ekonomi modeline göre, sermaye girişleri likiditeyi arttırdığı artan likiditenin de yurt içi nominal faiz oranlarını düşürdüğü ve bununda yurt içi harcamaları arttırarak toplam talebi arttırdığı görülmektedir. Ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi esnek kur sisteminde nominal kurun değer kazanması şeklinde olurken, sabit kur sisteminde ise dış ticarete konu olmayan malların fiyatlarındaki artış yolu ile olmaktadır.⁹⁸

Neo-Klasik yaklaşım açısından bakıldığında, sermayenin serbestçe hareket ettiği bir ülkede mali fonlar, yüksek tasarrufa sahip ülkelere göre tasarruf düzeyi düşük olan ülkelere doğru akacaktır.⁹⁹ 1980'li yıllardan sonra Türkiye gibi tasarruf düzeyi düşük gelişmekte olan ülkeler artan miktarda net sermaye girişi deneyimi yaşamaktadır. Dışardan gelen sermaye akımı ülkede ekonomik açıdan finansman temini sağlamak ve ekonomik büyüme için potansiyel kaynak yaratmaktadır. Bunun yanında sermaye akımları bazı istikrarsızlık unsurlarını da taşımaktadır. Ekonominin genel dengesi içinde sermaye akımının tasarruflar ve yatırımlar üzerinde etkisine baktığımızda sermaye akımı ülke içine girdikçe yurtiçi tasarruf oranları düşmekte ve azalan tasarruf ile birlikte sermaye girişine neden olan yüksek reel faiz oranları sermayenin uzun dönemli yatırımlara yönelmesini engellemektedir.¹⁰⁰ Böylece fonların reel yatırımlar yerine kısa vadeli spekülasyon fonlarına yönelmesi ülkeyi daha da istikrarsız bir ortama sürüklemektedir.

⁹⁷ Yentürk, "Finansal Serbestlik ve Makro Ekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri", s.143.

⁹⁸ İnandım, s.31.

⁹⁹ Erol Balkan, F. Gül Biçer, Erinç Yeldan, "Patterns Of Financial Capital Flows and Accumulation In The Post- 1990 Turkish Economy", August, 2002, s.2.

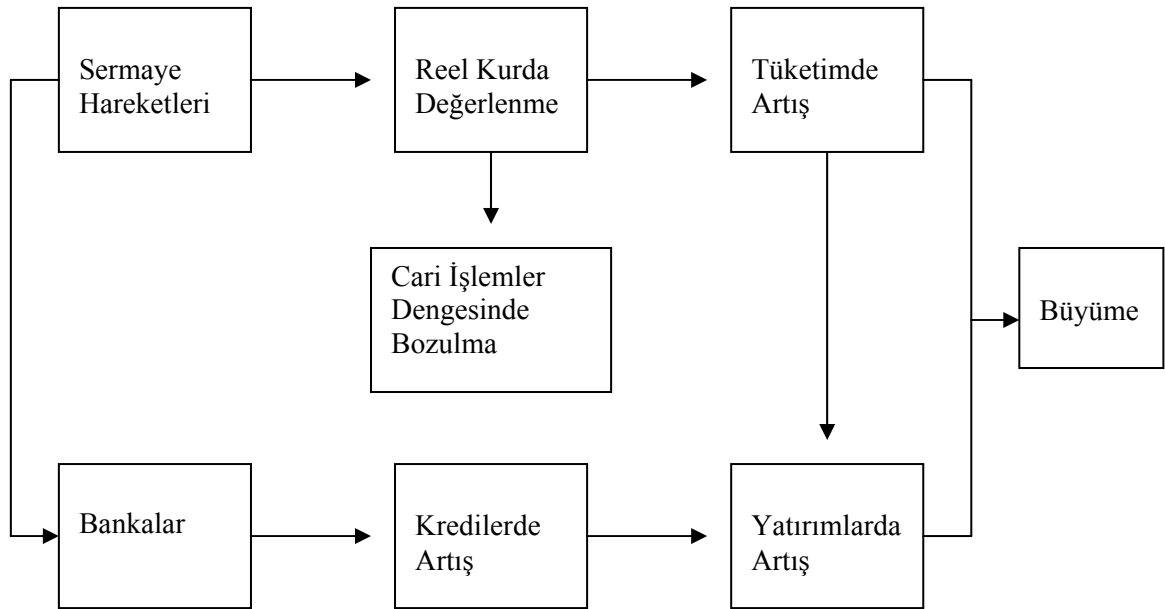
<http://www.networkideas.org/feathm/oct2002/Balkan.pdf> (10.12.2007).

¹⁰⁰ Uzunoğlu vd, s.66.

Türkiye’de sermaye hareketlerinin etkileri şekil 4’te kısaca özetlenmektedir. Buna göre sermaye hareketlerinde serbestleşmeye gidildikten hemen sonra reel kurda hızlı bir değerlenme gözlemlenmektedir. Yerli paranın değer kazanması ile reel gelirde artış olmakta ve bu da tüketimi arttırmaktadır. Yatırım harcamalarında ise tüketimde canlanma ve bankalar tarafından özel sektöre açılan krediler vasıtalarıyla artış olmaktadır. Reel kurdaki değerlenme aynı zamanda ithalatı ucuzlatmakta ihracatı ise pahalı hale getirmektedir.¹⁰¹ Reel kurdaki değerlenme reel efektif döviz kuru’ndan izlenmektedir. Reel efektif döviz kuru’da, nominal efektif döviz kurunun fiyat endeksleriyle deflate edilmiş hali olup, uluslar arası fiyat rekabetinin önemli bir göstergesidir. Endeksteki artış TL’nin reel olarak değer kazandığını gösterirken, azalış TL’nin reel olarak değer kaybettiğini ifade etmektedir. Bunun sonucunda şekil 4’te görüldüğü gibi reel kurdaki değerlenme ithalatın artmasına ve cari işlemler dengesinin bozulmasına neden olmakta böylece ekonomi ciddi döviz sıkıntısına girmektedir.

Şekil 4:

Sermaye Hareketlerinin Etkileri



Kaynak: Emil ve Vehbi, s.7.

¹⁰¹ Emil ve Vehbi, s.8.

Yüksek miktarda sermaye girişleri reel kur üzerinde etkide bulunarak yerli paranın değerlendirilmesine neden olduğu Tablo 9’da daha da net bir şekilde görülmektedir. Bu tabloda 1995 yılı baz alınarak Türkiye’de reel efektif döviz kuru hareketleri yer almaktadır. 1994, 2000 ve 2001 yılları öncesi baktığımızda reel kur düzeyinin en yüksek seviyelere çıktığı diğer bir ifade ile ulusal para TL’nin aşırı değerli olduğu ve bu yıllardan sonra reel kur düzeyinin ani bir şekilde düştüğü kriz yıllarına tekabül ettiği görülmektedir. Kriz öncesi 1993 ve 2000 yıllarında reel kur endeksi sırasıyla 125,7 ve 147,6 değerinde olduğu son iki yılda 2005 ve 2006 yıllarında da sırayla 171,4 ve 160,1 değeri gibi yüksek olması ciddi miktarda kur riskinin önemli göstergesidir.

Tablo 9

Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (Tüfe Bazlı 1995=100)•

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Reel Döviz Kuru (Tüfe Bazlı)	106,5	117,0	112,0	114,9	125,7	95,7	103,1	101,7	115,9
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	120,9	127,3	147,6	116,3	125,4	140,6	143,2	171,4	160,1

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

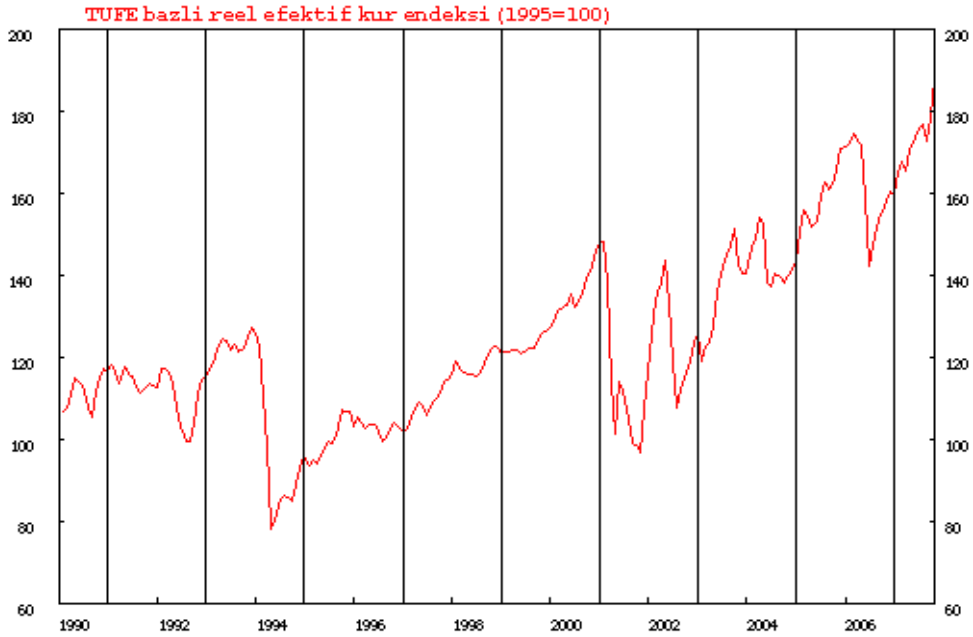
Şekil 5’te de net bir şekilde görüldüğü gibi 1994 ve 2001 kriz yılları öncesi kur endeksi en tepe noktada iken diğer bir deyişle yerli para aşırı değerli bir halde iken 1994 ve 2001 krizlerinin etkisi ile yapılan devalüsyonlar sonrası endeks değerleri tekrar eski haline dönmüştür. Tablo da dikkati çeken diğer bir durumda endeks değerlerinin yukarı yönde ve oynak oluşudur. Sermaye hareketlerinin ülke içine aşırı bir şekilde girmesi döviz kurunun değerlendirilmesine yol açarak, tüketimi körüklemekte bu da banka kredilerindeki artış ile olmaktadır. Sermaye girişlerinin en önemli dolaylı etkilerinden biri faiz oranlarını yükseltmesi ve yükselen faiz oranlarının da hazinenin borç tutarını arttırmasıdır.¹⁰² Sıcak paranın ekonomi üzerinde olumsuzluklarından bir diğeri ise hızla

¹⁰² Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, 2. Baskı, İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2005, s.137.

döviz kaybına uğranılmasıyla toplumun bir kesiminin yoksullaştığı, faiz yükü etkisi ile bütçenin reel harcamalarının kısıldığı ve sermayenin üretici alandan finansal alana kaymasıdır.¹⁰³

Şekil 5

Reel Efektif Döviz Kuru (Tüfe 1995=100)



Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Sermaye hareketleri yatırımların finansmanı amacına yöneldiğinde ekonominin orta ve uzun vadeli sürdürülebilir büyümesini olumlu etkilemektedir. Ancak sermaye hareketleri tüketime yahut borç-faiz ödemelerine yöneldiğinde, ekonominin sürdürülebilir büyümesine bir katkı yapmamaktadır.¹⁰⁴

Sermaye girişi ile cari açık arasında bağıın koptuğu 1990–1998 döneminde, cari açıkların birikimli toplamının 12,7 milyar dolar olduğu buna karşın borç artışının ise

¹⁰³ İzzettin Önder, “Türkiye’nin Ve Ekonomisinin Temel Sorunları”, *Yeni Türkiye Dergisi*, Sayı 27. 1999, ss. 78–80.

¹⁰⁴ Ercan Uygur, “Finansal Şişkinlik, Riskler Ve Düzeltme Gereği: Makro Ekonomik Yansımalar”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 2003, s.67-76.

44,1 milyar dolar olduğu ve bu durum, dış borçlanmanın iç finansman açıklarında kullanıldığının ve sermaye hareketlerinin etkin bir şekilde kullanılmadığının göstergesidir.¹⁰⁵ Öte yandan dış borçlar cari işlemler açığından bağımsızlaşan bir ivme ile büyümektedir ve bunun nedeni, sermaye girişlerinin önemli bölümlerinin rezerv birikimine ve yerli aktörlerin sermaye çıkarmalarının finansmanına tahsis edilmesindedir.¹⁰⁶ Cari açık milli gelir muhasebe sisteminde yurt içinde gerçekleşen tasarruf-yatırım açığını temsil eder. Açık vermesi dışardan kaynak kullanılması anlamına gelir. Aynı zamanda cari açık bir ekonominin kazandığından çok döviz harcadığı anlamına gelmektedir.¹⁰⁷

Cari açıkların ekonomik daralmalarda tek başına krizlerin belirleyicisi olamayacağı kabul görmekle beraber önemli bir dengesizlik unsuru olduğu söylenebilir. Özellikle dış borç geri ödemesinin Türkiye gibi yüksek olduğu ülkelerde yüksek ve birkaç sene süren cari açıklar olası bir devalüasyon ve kriz habercisi olabilmektedir. Ancak burada cari açığın büyüklüğü kadar bunun hangi kaynaklar ile finanse edildiği önemlidir çünkü cari açığın finansman şekli aynı zamanda ekonomik büyümenin de kaynağını gösterecektir. Ödemeler bilançosu tanımı gereği sifıra eşit olmalıdır. Cari açık durumunda, açığın çeşitli sermaye girişi ile finanse edilmesi ile ödemeler bilançosu denklığıne ulaşılmaya çalışılır.¹⁰⁸

¹⁰⁵ Korkut, Boratav, **Yeni Dünya Düzeni**, 1.Baskı, Ankara: İmge Kitabevi, 2000. ss.45-50.

¹⁰⁶ Korkut, Boratav, “2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı 186, 2001, ss. 7–18.

¹⁰⁷ Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, s.26.

¹⁰⁸ Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, s.31.

Tablo 10

Cari İşlemler Açığını Finanse Eden Taraflar (Milyar ABD Doları)

	2004	2005	2006	2007/09
Cari İşlemler Hesabı	-15.6	-22.6	-32.9	-34.4
Finans Hesapları	13.4	20.4	35.1	34.8
Genel Hükümet (Merkez Bankası ve Rezerv Dahil)	2.4	-16.5	-2.9	-6.9
Özel Sektör (Bankalar Dahil)	11.0	36.9	38.0	41.7
Net Hata ve Noksan	2.2	2.2	-2.3	-0.4

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2007, s.7.

Dış dengesizlik Türkiye ekonomisinin kronik sorunlarından birisidir. İkinci Dünya Savaşından sonra ekonomimizde ulusal kaynakların ötesinde bir kaynak kullanımı yoluna gidilerek büyüme modeli oluşturulması cari açıkları ve dış kaynak kullanımını kronik bir olgu haline getirmiştir. Dış dengesizliğin doğrudan müdahalelerle sınırlandırılması, ekonominin iç istikrarının da sağlanamayışı devrevi dış ödemeler krizleri doğurmuş ve kapsamlı istikrar programları uygulamalarını zorunlu hale getirmiştir.¹⁰⁹

Finansal serbestleşme neticesinde dış kaynak girişi cari açığı kapatmanın ötesinde işlemlere sahiptir. Sermaye girişi rezervlerin artmasını sağlamakta ve spekülasyon hareketleri beslemektedir. Öte yandan artan sermaye girişi TL'nin değer kazanmasına yol açarak cari açığı daha da arttırmış ve yüksek reel faiz uygulaması ile de faiz ile kur arasındaki fark açılarak spekülasyon sermayenin yurt içine girmesi hız kazanmıştır.¹¹⁰

Yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi gelen sermayenin türüne göre de farklılık göstermektedir. Bu durum Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler açısından oldukça önemlidir. Gelen yabancı sermaye içinde kısa dönemli

¹⁰⁹ Berksoy ve Saltoğlu, s.46.

¹¹⁰ Sönmez, s.221.

yatırımlar için gelen özel kaynaklı fonların ağırlığı fazla ise, sermaye akımının sürekliliği konusunda kuşkuları arttırmaktadır.¹¹¹

1989-2006 yılları arası sermaye hareketleri toplamı ile büyüme arasında ki ilişkiyi saptayabilmek için yapmış olduğumuz korelasyon analizinde korelasyon katsayısı 0,475 olarak bulunmuştur. Bu da bize sermaye hareketleri ile büyüme arasında pozitif yönde orta şiddette anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir

Tablo 11

Sermaye Hareketleri ve Büyüme Korelasyon İlişkisi

		Sermaye Hareketleri
Büyüme	Korelasyon Katsayısı	0,475*
	Anlamlılık Düzeyi	0,046
	Gözlem Sayısı	18

Tablo 12’de Türkiye’de sermaye hareketleri türleri’nin büyüme ilişkisini saptayabilmek için 1989 yılı sonrası günümüze kadar olan verileri alarak korelasyon ilişkisine tabi tuttuğumuzda görüldüğü gibi kısa vadeli sermaye hareketleri ile büyüme arasında 0,65 değerle aynı yönde kuvvetli bir ilişki varken portföy yatırımları ile 0,35, uzun vadeli sermaye hareketleri ile 0,25 ve doğrudan yatırımlar ile 0,10 değerinde gittikçe azalan yönde bir ilişki mevcuttur. Bu durum da bize büyümenin daha çok spekülatif niteliği ağır basan kısa vadeli sermaye hareketleri ile ilişkili olduğunu göstermektedir.

¹¹¹Ahmet Çimenoglu ve Nurhan Yentürk, “Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellenmesi”, **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler** içinde, 2. Baskı, İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2005, s.106.

Tablo 12

Sermaye Hareketleri Türleri'nin Korelasyon İlişkisi

	Kısa Vadeli Sermaye Hareketi	Portföy Yatırımları	Uzun Vadeli Sermaye Hareketi	Doğrudan Yatırımlar
Büyüme	0,65	0,35	0,25	0,10

3. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİNİN BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ: EKONOMETRİK ANALİZ

Bu bölümde Türkiye'de yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerine etkisi ekonometrik analiz yapılarak açıklanacaktır. Türkiye açısından çıkan sonucun teori ile hangi yönde gelişme gösterdiği somut bir şekilde açıklanmaya çalışılacaktır.

3.1. Araştırmanın Kısıtları

Çalışma çok değişkenli doğrusal regresyon analizi ile yürütülmüştür. İktisadi açıdan çalışmanın doğrusal olduğu varsayımı ve araştırmada 1989-2007 yılları arası veriler alındığından bu dönemde Türkiye ekonomisinde 1994, 2000 ve 2001 krizlerinin meydana gelmesi araştırmanın kısıtlarını oluşturmaktadır.

3.2. Yöntem ve Veri Seti

Çalışmada En Küçük Kareler (EKK) yöntemi kullanılmıştır. En küçük kareler yöntemi, belli varsayımların sağlanması halinde, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ortalama ilişkiyi gerçeğe en yakın şekilde tahmin eden yöntemdir. En küçük kareler yöntemi ile oluşturulan regresyon modelinin varsayımları;

- Hata terimi (u_t) stokastik bir değişkendir. Hata teriminin hangi değeri ve sonucu alacağı önceden bilinmemesidir.

- Hata teriminin ortalaması sıfırdır.

- Hata terimi normal dağılımlıdır. Hata teriminin normal dağılımlı olması u 'ların küçük mutlak değerler alma olasılığının yüksek, büyük mutlak değerler alma olasılığının düşük olmasıdır. U , modele alınmayan değişkenlerin etkilerini üstlenir ve stokastik süreci temsil eder. Model kurulurken bu konuda önemli yanlışlıkların yapılmadığı kabul edilmektedir.

- Hata terimi sabit varyanslıdır. Hata terimi varyansları, bağımsız değişkendeki değişmelere göre değişmeyip sabit kalmaktadır.

- Hata terimleri arasında ilişki (otokorelasyon) yoktur. Hata terimleri birbirinden bağımsızdır ve birbirlerini etkilememektedir.

- Bağımsız değişken ile hata terimi arasında bir ilişki olmayıp, bağımsız değişken sabit değerlidir.

- Bağımsız değişkenler arasında güçlü bir doğrusal ilişki (çoklu doğrusal bağlantı) yoktur.

- Modelin doğru kurulduğu ve bağımsız değişkenin ölçülmesinde bir yanlışlık yapılmadığı kabul edilmektedir.¹¹²

Çalışmada bağımsız değişkenler ekonomik büyüme ve sermaye hareketleri unsurları göz önünde bulundurularak modele dahil edilmiştir. Sermaye hareketlerinin büyüme ile olan ilişkisini incelerken burada büyümeyi bağımlı değişken olarak ele alacağız. Bağımsız değişkenimizi ekonomik büyümenin kaynaklarını dikkate alarak modele dahil edip, elde edilen bulguların alacağımız değişkenlerde teori ile ne derece uygunluk gösterdiğide modelimizin yorumlanmasından sonra ayrıca ele alınacaktır.

Ekonomik büyümenin unsuru olan tüketim ve yatırım harcamaları modele bağımsız değişken olarak ilave edilmiştir. Özellikle sermaye girişlerinde değer kazanan yerli para ülke içinde tüketim ve yatırım harcamalarına kaynaklık etmektedir. Dış kaynak ihtiyacının sermaye akımları ile finanse edilmesi sonucunda kamu kesimi sabit sermaye yatırımları (kamyat), özel kesim sabit sermaye yatırımları (ozelyat), özel kesim nihai tüketim harcamaları (ozeltuk) ve yabancı sermaye hareketleri (sermaye) modelimizde bağımsız değişken olarak alınacaktır. Sabit sermaye yatırımları, bir ekonomide üretim faktörlerinin mal ve hizmet miktarını arttırmak için reel sermayenin artırılmasıdır. Yabancı sermaye hareketleri de yabancı sermaye hareketleri türlerinin toplamı alınarak modele dahil edilmiştir. Modelde alınan değişkenler tablo 13'te de ayrıca belirtilmiştir.

¹¹² Recep Tari, **Ekonometri**, 4.Baskı, İstanbul: Avcı Ofset, 2006, s.24.

Tablo 13

Modeldeki Değişkenler

Değişkenler	Kısaltmalar
GSMH'daki Değişim Düzeyi	gsmh
Özel Kesim Nihai Tüketim Harcamaları	ozeltuk
Özel Kesim Sabit Sermaye Yatırımları	ozelyat
Kamu Kesimi Sabit Sermaye Yatırımları	kamyat
Yabancı Sermaye Hareketleri	yabancisermaye

Modelde veriler üçer aylık 1989d1-2007d3 dönemleri arası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınmıştır. Verilerin 1989 yılı sonrası alınmasında Türkiye'nin sermaye hareketlerinde tamamen serbestleşmeye gidilmesinin etkisi büyüktür. Çalışmada bağımlı değişken büyüme, GSMH sabit fiyatlarla %'lik yıllık değişimler olarak alınmıştır. Modele alınan bağımsız değişkenlerden; özel kesim tüketim harcamaları, kamu kesimi sabit sermaye yatırımları ile özel kesim sabit sermaye yatırımları, yabancı sermaye hareketleri ödemeler bilançosunun sermaye ve finans hesabından 1987 sabit fiyatları ile yıllık %'lik değişimleri üzerinden alınmıştır. Model tahmininde 1989d1-2007d3 dönemleri arasında 65 gözlem sayısı alınmasının nedeni, gözlem sayısı arttıkça anlamlılık düzeyi artacağındandır.¹¹³

Çalışmada ekonometrik model kurulduktan sonra model tahminine gidildi. Model tahminleri de varsayımların kontrolünü sağlayan ve istatistiksel anlamlılığı inceleyen test aşamalarından geçirildi. Bu test aşamaları sırayla şu şekildedir: İktisadi teoriye uygunluk testi, tahmin edilen parametrelerin iktisadi teoriye uygunluğu test edildikten sonra istatistik bakımdan anlamlılık testi'ne geçilir. Burada t, F ve R² testleri yapılır. t testi ile tahmin edilen parametrelerin anlamlılığına bakılır. F testi ile model

¹¹³ Örneğin 7 gözlemlilik modelden 3 veri çıkartmakla 100 gözlemlilik modelden 3 veri çıkartmak aynı derecede etki etmeyecektir. Gözlem sayısı arttıkça hata terimi de azalmakta ve gerçeğe daha yakın sonuçlar elde edilmektedir.

parametrelerinin diğeri bir ifade ile kurulan modelin tamamının anlamlılığına bakılır. R^2 belirlilik katsayısı ile bağımsız değişkenlerdeki değişimlerin bağımlı değişkendeki değişimi açıklama gücü tespit edildikten sonra ekonometrik tahmin yönteminin varsayımlarına bakılır. Bu aşamada en önemli kriterler olan bağımsız değişkenler arasında güçlü bir ilişki bulunmaması (çoklu doğrusal bağlantı yoktur) ve birbirini izleyen hata terimleri arasında (otokorelasyon) ilişki bulunmaması varsayımlarının test edilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde parametre tahminleri sapmasız ve etkin olmayacaktır. Türkiye iktisadı fazla salınım gösterdiğinden model %10 anlamlık düzeyinde test edilmiştir.

Bağımsız değişkenler arasında doğrusal ilişki olup olmadığını test edebilmek için çoklu doğrusal bağlantının varlığı varyans büyütme faktörü (VIF) katsayısı ile değerlendirilecektir.

Uygulamada ileri sürülen model aşağıdaki şekildedir.

$$gsmh = \beta_0 + \beta_1(\text{ozeltuk}) + \beta_2(\text{ozelyat}) + \beta_3(\text{kamyat}) + \beta_4(\text{yabancisermaye})$$

$VIF = 1/(1-R^2)$ şeklinde hesaplanan VIF değeri 5'den büyükse çoklu doğrusal bağlantının varlığının önemli olduğu aksi takdirde çoklu doğrusal bağlantının önemsiz olduğu sonucuna varılır.

Otokorelasyon sınaması içinde hesaplanan değeri (dw), gözlem sayısı (n) ve değişken sayısına (k) bakarak Durbin-Watson d istatistiği (dtablo) tablo değerine¹¹⁴ bakarak dL ve dU değerleri ile karşılaştırılır. Dtablo, $0 \leq dtablo \leq 4$ arasındadır. Duruma göre pozitif, negatif, kararsız bölge ve otokorelasyonun bulunmadığı bölge sonucu çıkmaktadır. Otokorelasyon sorununu gidermek için modelden bazı değişkenleri anlamsız olanları çıkarıp, ilave değişkenler ekleriz.

¹¹⁴ Damodar N. Gujarati, **Temel Ekonometri**, Ümit Şenesen vd. (çev.), 1.Basım, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 1999, s.818.

3.3. Ekonometrik Model Tahmini ve Yorumlanması

Yerli tasarrufların yetersiz olduğu durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için kaynak sağlayacağını öne süren Neo-Klasik düşüncenin etkisinde kalan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde yurt içi tasarruflar sabit sermaye miktarının gerisinde kalmaktadır. Bu da ülkede kaynak açığına neden olmaktadır. Bu kaynak açığı yabancı sermaye çekerek kapatılmaya çalışılmaktadır. Bir ekonomide büyümenin en önemli unsuru yatırımdır fakat yatırımın gerçekleşmesi için o ülke ekonomisinin güçlü bir sermaye birikimine dayanıyor olması gerekir. Sermaye birikimi yeterli olmayan Türkiye gibi ülkelerde kısa vadeli reel üretken yatırımlardan uzak sermaye akımları yoğunluk kazanmıştır. Bunun sonucunda ekonomi güçlü kurumsal yapıdan uzak, teknolojik gelişmişlik düzeyi düşük, yabancıların tasarruflarını tüketen ve bunun sonucunda da dış borcu artan bir yapıya dönüşmektedir.

Bu çalışma iktisadi açıdan bakıldığında toplam yabancı sermaye hareketlerinin büyümeye etki etmediği, fakat kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomide bir yandan tüketim kanalını körükleyerek diğer yandan bankaların dışardan gelen kısa vadeli yabancı sermaye ile tüketicilere, firmalara ve devlete kredi vererek yapay bir büyümeye neden olduğu görülmektedir.

1990d1 ve 2007d3 dönemleri arası, en küçük kareler yöntemi metodunu uyguladığımızda; Model şu şekilde tahmin edilmiştir.

$$gsmh=1,16+0,62(ozeltuk)+0,06(ozelyat)+0,04(kamyat)+0,07(yabancisermaye)$$

115

Modelde 1,16 sayısı sabit terim katsayısını ifade etmektedir. Katsayının pozitif olması bu ilişkinin doğrusal olduğunu negatif olması ise ters yönlü bir ilişki olduğunu gösterir. Modelde görüldüğü gibi özel kesim nihai tüketim harcamaları büyüme ile daha kuvvetli bir ilişki içindedir. Gayri safi milli hasıladaki değişim düzeyi ile kamu kesimi sabit sermaye yatırımı, özel kesim sabit sermaye yatırımı ve yabancı sermaye hareketleri ile doğrusal bir ilişki söz konusudur.

¹¹⁵ bkz. Ek 3. Regresyon Model 1

Özel kesim nihai tüketim harcamalarındaki %1’lik bir değişme, büyümeyi %0,62 oranında değiştirmektedir. Özel kesim sabit sermaye miktarındaki %1’lik bir değişme büyümeyi %0,06 oranında değiştirmektedir. Kamu kesimi sabit sermaye miktarındaki %1’lik bir değişim büyümeyi %0,04 oranında değiştirmektedir. Sermaye hareketleri toplamındaki %1’lik değişim büyümeyi %0,07 oranında değiştirmekte fakat %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Ülke ekonomisinde ödemeler dengesine baktığımızda cari işlemler dengesini finanse eden taraf bir alt kalemdeki sermaye ve finans hesabıdır. Buradan ülke içine giren sermayenin tüketim ve yatırımlara kanalize edilmekte oluşu ve Türkiye’de büyümenin kaynakları açısından tüketim harcamalarının önemli bir unsur oluşu sermaye hareketlerinin dolaylı olarak büyüme üzerinde etki ettiği sonucunu çıkarmaktadır.

Ülengin ve Yentürk’ün 2001 yılında Türkiye ekonomisi üzerinde yabancı tasarrufların toplam harcama kategorilerine etkilerini inceledikleri çalışmalarında, 1987-1997 dönemi arasında, yabancı tasarrufların yatırımları finanse etmesinden çok özel kesim tüketim harcamalarını finanse ettiğini bulmuşlardır.¹¹⁶ Bu da yabancı sermaye hareketlerinin yatırımlardan ziyade özel kesim tüketim harcamalarını finanse ettiğini ortaya koymaktadır.

Yiğidim ve Köse 1980-1996 dönemini kapsayan çalışmalarında büyümeye etki eden unsurları; ihracat, ithalat ve yatırımları bağımsız değişken olarak modele dahil edip, Granger nedensellik testine tabi tutmuşlardır. Çıkan sonuç; ihracat değişkeni anlamsız bulunurken ekonomik büyümeyi etkileyen en önemli değişken ithalattaki artış olmaktadır.¹¹⁷ Ekonomik büyümenin belirleyicisi ithalat artışı dolayısı ile dış tasarrufların tüketilmesi şeklinde olduğu sonucu çıkmaktadır.

Modelde görüldüğü gibi özel kesim tüketim harcamaları, özel kesim sabit sermaye miktarı, kamu kesimi sabit sermaye miktarı %10 düzeyinde katsayıları anlamlıdır. Sermaye hareketlerinin ise %10 düzeyinde katsayısı anlamlı değildir. Öte yandan modelin anlamlılığına baktığımızda, Prob(F-statistic) değeri sıfır olduğundan model anlamlı çıkmıştır.

¹¹⁶ bkz. Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, s.167.

¹¹⁷ bkz. Arslan Yiğidim ve Nezir Köse, “İhracat ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki, İthalatın Rolü: Türkiye Örneği (1980-1996)”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt 8, Sayı 26, 1997, s.82.

R^2 değeri 0.839 çıkmıştır. Modelimizde bulunan bağımsız değişkenler büyümedeki değişimleri %83,9 oranında açıklamaktadır. Modelimizdeki bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken olan büyümeyi, açıklama derecesi düşük değildir.¹¹⁸

En küçük kareler yönteminin varsayımlarından biri olan bağımsız değişkenler arasında güçlü bir ilişki bulunmaması diğer bir deyişle çoklu doğrusal bağlantı sınaması için, bağımsız değişkenleri sırayla bağımlı değişken yapıp diğer değişkenleri de modele ilave ederek VIF testini yaparız.

$$(1) \text{ ozeltuk} = 1.66 + 0.22(\text{ozelyat}) + 0.07(\text{kamyat}) + 0.13(\text{yabancisermaye})$$

$R^2=0.785$ $VIF1=4,65 < 5$ olduğundan özel tüketim harcamaları çoklu doğrusal bağlantı sorununa yol açmamaktadır.

$$(2) \text{ ozelyat} = -2,89 + 3,24(\text{ozeltuk}) - 0.18(\text{kamyat}) - 0,33(\text{yabancisermaye})$$

$R^2=0.746$ $VIF2=3,93 < 5$ olduğundan özel kesim sabit sermaye yatırımları çoklu doğrusal bağlantı sorununa yol açmamaktadır.

$$(3) \text{ kamyat} = -3,88 - 0.46(\text{ozelyat}) + 2.80(\text{ozeltuk}) - 0,34(\text{yabancisermaye})$$

$R^2=0.258$ $VIF3=1.34 < 5$ olduğundan kamu kesimi sabit sermaye yatırımları çoklu doğrusal bağlantı sorununa yol açmamaktadır.

$$(4) \text{ yabancisermaye} = -1,50 + 0,16(\text{ozeltuk}) - 0,01(\text{kamyat}) - 0,02(\text{ozelyat})$$

$R^2=0.030$ $VIF4=1.03 < 5$ olduğundan sermaye hareketleri çoklu doğrusal bağlantı sorununa yol açmamaktadır.

Otokorelasyon sınaması yaptığımızda;

Ho: Otokorelasyon yoktur Ha: Otokorelasyon vardır.

$$dw=0.83$$

¹¹⁸ Modelin katsayıları açısından baktığımızda Prob (FStatistic katsayıların genel olarak %10'dan düşük olması katsayıların anlamlı oluşunu ve R-squared (R^2) değerinin 1 e yakın oluşu modelin ekonomik açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir.

$n=62$ $k'=4$ ise Durbin-Watson d istatistiği tablo¹¹⁹;

$$dL=1.28 \quad dU=1.56$$

$0 \leq d \leq 4$ arasındadır. $D=0.83 < 1.28$ olduğundan (Ho:Red) pozitif otokorelasyon bölgesine düşmektedir. Modelde pozitif otokorelasyon vardır.

Otokorelasyon sorununu gidermek için sermaye hareketleri değişkeni anlamsız çıktığından modelden çıkarılıp, bağımlı değişken olan büyüme'nin 4 dönem gecikmeli değeri bağımsız değişken olarak modele dahil edildiğinde; 1990d1 ve 2007d3 dönemleri arası, en küçük kareler yöntemi metodunu tekrar uyguladığımızda;

$$gsmh=3,05+0,17(ozelyat)+0,08(kamyat)+0,19(gsmh-1)-0,11(gsmh-2) \\ +0,08(gsmh-3) -0,27(gsmh-4)^{120}$$

%10 anlamlılık düzeyinde, özel kesim sabit sermaye yatırımları, kamu kesimi sabit sermaye yatırımları, gayri safi milli hasıla 1 dönem gecikmeli değeri ve 4 dönem gecikmeli değeri anlamlı çıkmıştır. $R^2=0,77$ değeri de yüksek çıkmıştır. Model anlamlı bir modeldir. Dw istatistik değeri 1,38 nispeten yüksektir. $DW=1.38$, $n=71$ $k'=6$ ise Durbin-Watson d istatistiği tablo; $dL=1.28$ $dU=1.64$ $0 \leq d \leq 4$ arasındadır. $DW=1.38 > 1.28$ olduğundan otokorelasyonun olmadığı kararsız bölgeye düşmektedir. Bu model hareketli ortalamalar süreci MA(4) şeklinde değil AR(4) hata teriminin 4. dereceden otoregresif süreç izlediği sonucuna varılır.

Özel kesim sabit sermaye yatırımı, kamu kesimi sabit sermaye yatırımı, gayri safi milli hasıla'nın 4 dönem gecikmeli değeri ve yabancı sermaye hareketlerini bağımsız değişken olarak alıp, yeni bir model oluşturduğumuzda;

$$gsmh=2,73+ 0,20(ozelyat)+0,09(kamyat)-0,14(gsmh-4)+0,20 \\ (yabancisermaye)^{121}$$

¹¹⁹ Damodar N. Gujarati, **Temel Ekonometri**, Ümit Şenesen vd. (çev.), 1.Basım, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 1999, s.818.

¹²⁰ bkz. Ek 3. Regresyon Model 2

¹²¹ bkz. Ek 3. Regresyon Model 3

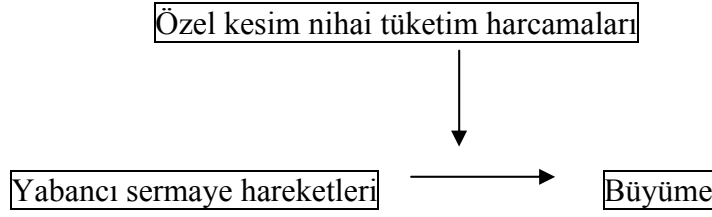
Tüm değişkenlerin %10 anlamlılık düzeyinde katsayıları anlamlıdır. Durbin Watson değeri 1,47 bulunmuş nispeten otokorelasyonun bulunmadığı bölgeye düşmektedir. VIF değerleri 5 den küçük çıkmış olup, modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunu da bulunmamaktadır. Bağımsız değişkendeki değişim bağımlı değişkendeki değişimi %76 oranında açıklamaktadır. Model anlamlı bir modeldir. Modelde özel kesim sabit sermaye yatırımları gayri safi milli hasılaya etki düzeyi kamu kesimi sabit sermaye yatırımlarına göre daha fazladır.

Yabancı sermaye hareketlerinin büyüme üzerinde etki kanalı iki şekildedir. Birincisi sermaye girişinin artması ile değerlenen kur sonucunda tüketimin artması, ikincisi sermaye girişi ile bankaların kredi kanalı ile yatırımların artması ile büyümenin sağlanmasıdır. Yaptığımız çalışmada; büyüme daha çok tüketimdeki artış kanalı ile olmakta iken, sabit sermaye yatırımlarının büyüme katkıları az olmuştur. Bu durum sermaye hareketlerinin reel üretken yatırımlardan ziyade tüketime dönük kanalları desteklediğinin göstergesidir. Bu durumu istatistiksel olarak desteklemek için moderatör değişken kullandığımızda;

$$gsmh=2,21+0,16(\text{yabancısermaye})+0,09(\text{kamyat})+0,20(\text{ozelyat})^{122}$$

%10 anlamlılık düzeyinde kamu kesimi sabit sermaye yatırımı ve özel kesim sabit sermaye yatırımları anlamlı çıkarken yabancı sermaye hareketleri (anlamlılık düzeyi 0,20) anlamsız çıkmıştır. Model anlamlı olup $R^2=0,75$ bulunmuştur. Dw değeri 1,26 nispeten yüksek bir değer bulunmuştur. Modele yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme özel kesim tüketim harcamaları kanalı ile etki edip etmediğini tespit edebilmek için moderatör değişken ilave edilip(ozeltuks), moderatör regresyon analizi yöntemi uygulandığında model şu şekilde tahmin edilmiştir;

¹²² bkz. Ek 3. Regresyon Model 4



$$gsmh=2,50+0,33(yabancisermaye)+0,08(kamyat)+0,18(ozelyat)-0,04(ozeltuks)^{123}$$

Modelde tüm katsayılar anlamlı çıkmıştır. R² değeri 0,77 bulunmuştur. Dw değeride 1,27 bulunmuştur. Modelde çoklu doğrusal bağlantı ve Otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır. Yabancı sermaye hareketlerindeki %1'lik değişme büyümeyi %0,33 değiştirmektedir. Özel kesim yatırımları ise %0,18 oranında büyümeyi değiştirmektedir. İlk regresyon tahmininde moderatör değişken alınmadan önce yabancı sermaye hareketi değişkeni anlamsız ve büyümeye etkisi azken modele alınan moderatör değişken sonucunda yabancı sermaye hareketleri anlamlı ve etki düzeyi yüksek çıkmıştır. Moderatör değişkenin katsayısı anlamlı etki düzeyi düşük görülebilir, bu durum etkileşim halinde düşük katsayı değeri olduğu halde moderatör değişken modele ilave edildiğinde yabancı sermaye hareketleri büyüme üzerine etki etmektedir.

Gayri safi milli hasılanın unsuru olan tüketim ve yatırım ve bundaki artış düzeyi sonucu ekonomik büyüme sağlanmaktadır. Büyüme iki kanaldan olmaktadır. Bankaların kullandıkları kredilerin yatırımlara dönüşmesi ile yani sabit sermaye yatırımlarındaki artış ile ikincisi ülke içine giren yabancı sermaye sonucu değerlendirilen yerli paranın ithal girdi fiyatlarını düşürmesi sonucu artan ithalat sonucunda tüketim harcamalarında artışın sağlanmasıyla. Çalışmada çıkan sonuç Türkiye'de büyümenin daha çok yabancı sermaye hareketlerinin özel kesim tüketim harcamalarına etki ederek büyümeyi sağlaması ile olmaktadır. Reel üretken yatırımları oluşturan sabit sermaye yatırımları büyüme üzerinde tüketimin katkısı kadar etkili olamamıştır. Nitekim özel kesim sabit sermaye yatırımlarının kamu kesimi yatırımlarına göre büyümeye katkısı daha fazladır. Bunda da özellikle son yıllarda uygulanan neo-liberal politikaların etkisi özelleştirmelerin hız kazanarak devletin kamu harcamalarını kısmasının etkisi büyüktür.

¹²³ bkz. Ek 3. Regresyon Model 5

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

1970'li yıllarda ithal ikameci kalkınma stratejisini benimsemiş birçok geliştirmekte olan ülke petrol krizi sonrası ekonomik yönden önemli ölçüde kaynak sıkıntısına girmiştir. Bir ekonomide üretimin temel unsuru olan sermaye, emek faktörüne göre kıt olduğundan sermaye faktöründeki artışların yatırımları da arttırmasına paralel olarak ekonomik büyümeyi olumlu yönden etkilemektedir. Küreselleşme sürecinin hız kazanması ile sermayenin önündeki engellerin kaldırılması, teknoloji, iletişim ve haberleşme alanlarında ki gelişme ile birlikte gelişmiş ülkelerdeki fazla fonlar ülkeler arasında anlık bir şekilde hareket etmeye başlamış ve sermayenin bu gelişmelerle birlikte hacmi de artarak bu sayede ulusal piyasalar uluslararası piyasalar haline dönüşmüştür.

Türkiye gibi geliştirmekte olan ülkelerin tasarruf düzeyinin de düşük olması sonucu ekonomik büyümenin sağlanması bu dış tasarruflara yani ülke içine giren sermaye hareketlerine bağımlı hale gelmiştir. Özellikle finansal serbestleşme sürecinin hız kazandığı 1989 yılı sonrası büyümenin sağlanmasındaki bu dış kaynağın spekülasyon niteliği ağır basan kısa vadeli sermaye hareketlerine dayalı olması ülke ekonomisinde istikrarsızlıklara neden olmuş ve ekonomi negatif büyüme göstermiş olup, 1994 ve 2001 krizlerine yol açmıştır. Yabancı sermayeyi ülke içersine çekebilmek için yüksek faiz düşük kur neticesinde ülke içine giren sermaye miktarında artış olmuş, yabancı yatırımcılar ellerindeki döviz bozdurup Türk Lirasına çevirerek bununla da Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) almıştır. Bu finansal arbitraj daha da artan sermaye akımına neden olarak reel döviz kurunun değerlenmesine yol açarak ithalatı ucuzlatıp ihracatı pahalı hale getirmiştir. Dolayısı ile artan bu dış ticaret açığı ülkenin borçlanmasını daha da arttırmıştır. Özellikle bankaların yurt dışından borçlanarak elde etmiş olduğu fonları DİBS'ne yatırması yüksek miktarlara ulaşarak bankaların açık pozisyonlarını da artmıştır. Dolayısı ile özel sektör ve başta bankalar yurt dışından topladığı fonlarla kamu kesimi açıklarını finanse etmiştir. Ülke içinde ve dışında meydana gelen dışsal bir şok karşısında da ekonomide aniden sermaye çıkışı yaşanmış bankaların da bu açık pozisyonlarını kapatmak için dövize olan artan talebi ülkenin krize girmesinde daha da etkili olmuştur.

Kamu harcamalarını kısmadan mali dengeleri sağlamadan ve parasal disiplini oluşturmada ekonomide büyümeyi sağlamak güçtür. Çünkü Türkiye ekonomisine baktığımızda hükümetlerin popülist politikalar sonucu kamu harcamalarını arttırması, özellikle seçim ekonomisi dönemlerinde bunun yüksek boyutlara ulaşması ile bu durum kamu kesimi borçlanma gereğinin artmasına neden olmaktadır. Artan kamu harcamaları ve bunu para arzını arttırarak büyümeyi sağlama sürecinin izlemesi faiz oranlarını arttırmakta ve artan para arzı sonucu enflasyonist etki görülmektedir. Yüksek ve kronik enflasyon ekonomide yatırımlar üzerinde olumsuz bir etkiye neden olmaktadır. Ayrıca döviz kurunu baskı altına alarak değerlendirilen yerli para, cari açığın da artmasına neden olmaktadır.

Türkiye’de sermaye girişleri ile büyüme arasında sıkı bir ilişki mevcuttur. Gerek yatırım harcamaları gerekse de tüketim harcamaları sermaye girişlerinden etkilenmektedir. Ancak burada önemli bir sorunda yurt dışından borçlanarak kaynak temin eden bankaların bunu kamu kesimini fonlamada kullanması yani üretken reel sektöre kredi olarak kullandırmaması büyümeyi sınırlandırmaktadır. Bir ekonomide sermaye hareketlerinden beklenen bunun üretken yatırımlara dönüşmesi ve böylece ekonomiyi büyütmesidir. Diğer yandan Türkiye’de ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanarak yapısal sorunların çözülmesi sağlanmalı böylece ülkeye kısa vadeli ve portföy şeklinde yoğunluk kazanan yatırımın yerini uzun vadeli doğrudan üretken yatırımlar almalıdır.

Yabancı sermaye hareketlerinin büyüme üzerine ne derecede ve hangi yönde bir ilişki olduğunu daha da belirgin bir şekilde açıklayabilmek açısından ekonometrik analiz yapılmıştır. Kurulan ekonometrik modelde bağımlı değişken olarak büyüme alınırken, açıklayıcı değişken olarak, ekonomik büyümenin kaynakları dikkate alınarak yabancı sermaye hareketleri, kamu kesimi sabit sermaye yatırımları ve özel kesim sabit sermaye yatırımları alınmıştır. Modelde moderatör değişken olarak yabancı sermaye hareketlerinin büyüme üzerine özel kesim nihai tüketim harcamaları kanalı ile etki edip etmediği test edilmiştir. Burada çıkan sonuç sermaye hareketleri büyümeye tüketim kanalı ile etki etmektedir. Türkiye’deki tasarruf açığı uzun vadeli ve doğrudan yatırımlardan değil kısa vadeli üretken olmayan spekülâtif nitelikli sermaye ile

sağlanmaktadır. Bu tasarruf açığı yatırımlara kanalize olmayıp tüketime kanalize olması sonucunda ekonomik büyümede tüketime dayalı nitelik kazandığı görülmektedir.

Sermaye hareketleri türlerinin de büyüme ile ayrı ayrı korelasyon analizini yaptığımızda kısa vadeli sermaye hareketleri ile büyüme arasında 0,65'lik kuvvetli ve aynı yönde bir ilişki varken uzun vadeli ve doğrudan yatırımlarla büyüme arasında düşük anlamlılık düzeyinde bir ilişki vardır. Bunda en önemli etken Türkiye'ye gelen sermaye türü olarak doğrudan ve uzun vadeli yatırımların miktar olarak az olması, ülke içinde tasarruf açığının yerli paranın değerli ve faizlerin de yüksek tutulması sonucu kısa vadeli spekülative arbitraj kaynaklı sermayeden oluşması ile büyümenin de bu spekülative yönü ağır basan sermayeden kaynaklanmasıdır.

Yabancı sermaye hareketlerinde dikkati çeken diğer bir durumda ekonomide 1989 yılı sonrası 2001 yıllarına kadar doğrudan yatırımların yıllık miktarı 1 milyar doları bile bulmazken 2003 yılı sonrası doğrudan yatırımlarda görülen artış olmuş bu da daha çok finans kesimi ve telekomünikasyon alanlarında yapılan özelleştirmeler neticesi ile olmuştur. Bunun sonucunda yeni yatırım, ilave iş sahaları fabrika ve endüstri den ziyade mevcut kaynakları satın alma ve ortaklık şeklinde olduğundan büyüme üzerinde beklenen bir etkiye sahip olamamıştır.

Sonuç olarak Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile beklenen sonuçlar elde edilememiş, 1989 yılı 32 sayılı karar sonrası ülke içine giren sermaye miktarında artış yaşanmaya başlamış, artan sermaye girişi kur düzeyini düşük faizleri de yüksek tutarak faiz-kur makasının açılmasını ve kamu kesimi açıklarının kapatılmasını sağlamıştır. Bu finansal arbitraj ülke içine üretken yatırımlar yerine paradan para kazanan spekülative nitelikli sermaye girişlerini arttırmış, diğer yandan bankaların topladıkları fonlar reel sektöre kredi olarak kanalize edilmeyip, devlet borçlanma senedi olarak kamu kesimi açıklarını finanse etmekte kullanılmıştır. Uluslararası piyasalarda ve ülke içinde yaşanan siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklar sonucu ülke içindeki spekülative sermayede çıkış olmaktadır. Çıkan bu sermaye dövize olan talebi arttırmış ve ekonomide daralmaya neden olarak sonuç olarak dış borçlar artmış ve ekonomi istikrarlı büyüme yerine kırılmalara terk edilmiştir. Türkiye ekonomisinin istikrarlı ve kalıcı büyüme sürecine girilebilmesi için yapısal reformların mutlaka sağlanması

gerekmektedir. Aksi takdirde dış finansal bağımlılık ya da enflasyon gibi istikrar bozacak etmenler Türkiye'nin istikrarlı büyümesine engel olmaya devam edecektir. Ülke ekonomisinde büyümenin kaynağı spekülâtif nitelikli dış tasarruftan değil de kendi iç dinamikleri ile sağlanan düşük emek yoğun sanayilerden ziyade katma değeri yüksek bilim ve teknoloji temelli sanayi ürünleri üreterek sofistike ürünlerden sağlanmalı böylece ortaya çıkan yüksek katma değerle ekonomide gerçek bir reel büyüme sağlanarak ekonomi daha da istikrarlı temellere dönüştürülmelidir.

EKLER

Ek 1. Modelde kullanılan veriler

	gsmh	ozeltuk	kamyat	ozelyat	sermaye
1989Q1	0,87	-7,31	68,84	-0,95	#DEĞER!
1989Q2	-1,34	-2,76	-6,95	-1,32	#DEĞER!
1989Q3	3,25	1,44	-8,24	4,35	#DEĞER!
1989Q4	3,95	3,12	-4,95	5,05	#SAYI/0!
1990Q1	11,94	14,21	-18,40	11,34	#DEĞER!
1990Q2	14,85	15,37	28,63	15,83	#DEĞER!
1990Q3	5,60	11,11	20,98	15,20	#DEĞER!
1990Q4	7,90	12,56	5,63	37,98	-2,62
1991Q1	-1,33	2,27	7,63	1,80	#DEĞER!
1991Q2	-1,75	-0,07	0,54	-1,27	#DEĞER!
1991Q3	3,43	4,10	0,30	3,28	#DEĞER!
1991Q4	-0,53	0,97	1,29	-0,22	-1,39
1992Q1	8,74	5,27	5,47	10,49	#DEĞER!
1992Q2	6,28	3,01	11,00	8,10	#DEĞER!
1992Q3	5,37	2,53	1,85	-1,98	#DEĞER!
1992Q4	6,14	2,87	1,18	2,45	-1,20
1993Q1	5,64	5,15	-28,78	24,02	0,99
1993Q2	11,09	12,40	4,46	34,15	1,07
1993Q3	7,80	7,79	12,27	36,94	-13,72
1993Q4	7,89	8,43	12,14	44,10	8,08
1994Q1	4,10	5,84	-7,93	11,35	1,07
1994Q2	-9,69	-10,20	-47,08	-10,69	-2,36
1994Q3	-8,71	-7,44	-38,86	-10,82	-3,12
1994Q4	-6,89	-7,36	-31,64	-22,24	-1,20
1995Q1	-0,24	-3,37	-34,25	-10,56	-1,21
1995Q2	12,60	12,06	-0,28	18,18	-0,96
1995Q3	10,03	9,07	-9,24	19,43	-0,78
1995Q4	7,96	4,33	-11,60	48,74	-5,02
1996Q1	9,52	11,01	-13,76	24,60	-2,14
1996Q2	8,17	9,46	31,51	15,59	-7,16
1996Q3	5,13	6,22	28,20	18,53	0,79
1996Q4	6,96	8,12	29,84	-5,99	-0,45
1997Q1	6,45	8,23	38,98	5,90	0,08
1997Q2	9,07	9,78	20,26	13,90	2,06
1997Q3	8,53	8,91	28,95	9,35	-0,07
1997Q4	8,69	6,60	30,62	18,40	0,90
1998Q1	9,52	8,57	32,18	7,09	-0,88
1998Q2	4,49	-0,57	-0,44	-1,69	-1,62
1998Q3	2,55	1,26	0,81	-9,59	2,09
1998Q4	0,58	-5,84	27,69	-26,38	1,69
1999Q1	-7,88	-5,24	2,98	-22,22	-14,80
1999Q2	-3,67	-0,90	20,91	-23,70	-0,66
1999Q3	-7,56	-2,94	-10,84	-14,79	-0,79
1999Q4	-4,91	-1,26	-23,35	-8,44	-0,44
2000Q1	4,17	4,01	10,80	9,40	-2,79
2000Q2	5,40	4,60	21,76	16,48	-7,00

2000Q3	7,24	9,62	21,31	20,37	-3,50
2000Q4	7,83	5,55	19,88	16,35	0,37
2001Q1	-3,32	-2,99	-5,78	-14,14	-0,52
2001Q2	-12,28	-11,98	-31,99	-31,84	-1,37
2001Q3	-9,14	-9,86	-23,36	-41,22	-0,91
2001Q4	-12,32	-11,34	-18,79	-49,94	-1,56
2002Q1	0,59	-1,85	-18,39	-30,55	0,49
2002Q2	10,43	3,16	3,01	-3,75	-1,23
2002Q3	8,00	2,65	27,85	-3,22	-7,75
2002Q4	11,84	4,38	9,17	30,95	-1,28
2003Q1	7,36	7,83	-34,80	22,54	0,97
2003Q2	3,63	2,86	-14,57	14,15	-5,68
2003Q3	5,55	5,80	-22,70	16,44	-0,25
2003Q4	7,20	10,28	5,03	30,11	1,07
2004Q1	13,89	12,43	-5,92	65,50	0,52
2004Q2	15,72	18,36	-8,68	63,05	-2,87
2004Q3	5,72	7,25	-10,75	38,88	-2,57
2004Q4	6,63	3,57	0,87	17,71	1,13
2005Q1	7,52	4,06	30,72	8,84	-0,14
2005Q2	4,73	3,90	30,24	18,38	0,80
2005Q3	7,99	10,39	38,15	28,96	0,61
2005Q4	10,18	16,66	17,07	41,58	1,78
2006Q1	6,38	8,12	32,78	32,08	0,34
2006Q2	9,26	11,54	-11,93	18,44	1,14
2006Q3	4,33	2,30	-4,09	14,95	1,22
2006Q4	4,55	0,11	1,84	5,57	0,19
2007Q1	6,78	2,11	9,13	2,44	0,13
2007Q2	4,13	-0,71	33,65	6,49	-0,19
2007Q3	2,01	3,55	11,52	4,54	0,51

Ek 2. Korelasyon İlişkileri

	Korelasyon	büyüme
büyüme	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	1,00 18,00
cariçık	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	-0,43 0,08 18,00
dyy	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	0,10 0,69 18,00
ihracat	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	0,24 0,34 18,00
ithalat	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	-0,31 0,21 18,00
kamutüketim	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	0,55 0,02 18,00
kamuyatırım	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	0,63 0,00 18,00
kısavade	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	0,65 0,00 18,00
py	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	0,35 0,16 18,00
reeldövkur	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	0,32 0,20 18,00
toplser	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	0,47 0,05 18,00
uzunvade	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	0,29 0,25 18,00
özeltüketim	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	0,91 0,00 18,00
özelyatırım	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	0,82 0,00 18,00
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).		

Ek 3. Regresyon Model 1

Değişken	Katsayı	Stand. Hata	t-Değeri	Olasılık
C	1.164199	0.435389	2.673926	0.0098
OZELTUK	0.627908	0.111028	5.655405	0.0000
OZELYAT	0.062142	0.029215	2.127042	0.0378
KAMYAT	0.042430	0.018413	2.304382	0.0249
SERMAYE	0.074630	0.102786	0.726073	0.4708
R-Kare	0.839680	Bağımlı Değiş.Ort.		4.237581
Düzeltilmiş R-Kare	0.828429	S.D. Bağımlı Değiş.		6.550330
S.E. of regression	2.713218	Akaike Bilgi Kriteri		4.911355
Hata Kareleri Toplamı	419.6083	Schwarz Kriteri		5.082898
Log likelihood	-147.2520	F-Değeri		74.63468
Durbin-Watson Değeri	0.837493	Anlamlılık F Değeri (Model)		0.000000

Regresyon Model 2

Değişken	Katsayı	Stand. Hata	t-Değeri	Olasılık
C	3.051641	0.526792	5.792874	0.0000
OZELYAT	0.174447	0.024511	7.117052	0.0000
KAMYAT	0.080777	0.020077	4.023342	0.0002
GSMH(-1)	0.196913	0.104365	1.886770	0.0637
GSMH(-2)	-0.117924	0.105274	-1.120164	0.2668
GSMH(-3)	0.080867	0.103419	0.781936	0.4371
GSMH(-4)	-0.278542	0.084595	-3.292643	0.0016
R-Kare	0.777073	Bağımlı Değiş.Ort.		4.448732
Düzeltilmiş R-Kare	0.756174	S.D. Bağımlı Değiş.		6.415588
S.E. of regression	3.167938	Akaike Bilgi Kriteri		5.237425
Hata Kareleri Toplamı	642.2931	Schwarz Kriteri		5.460506
Log likelihood	-178.9286	F-Değeri		37.18163
Durbin-Watson Değeri	1.387176	Anlamlılık F Değeri (Model)		0.000000

Ek 3. devamı Regresyon Model 3

gsmh=2,73+ 0,20(ozelyat)+0,09(kamyat)-0,14(gsmh-4)+0,20(yabancisermaye)					
St.hata	(0,55)	(0,01)	(0,01)	(0,06)	(0,12)
Anlamlılık	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,02)	(0,10)
VIF		(1,05)	(1,05)	(1,03)	(1,00)
Condition	(1,00)	(1,37)	(1,49)	(1,78)	(2,35)
Index					
R ² =0,763 Düzeltilmiş R ² =0,747 Dw=1,47 Modelin anlamlılığı=0					

Regresyon Model 4

gsmh= 2,21+0,16(yabancisermaye)+0,09(kamyat)+0,20(ozelyat)					
St.hata	(0,48)	(0,12)	(0,02)	(0,01)	
Anlamlılık	(0,00)	(0,20)	(0,00)	(0,00)	
VIF		(1,00)	(1,05)	(1,06)	
R ² =0,750 Düzeltilmiş R ² =0,737 Dw=1,26 Modelin anlamlılığı=0					

Regresyon Model 5

gsmh=2,50+0,33(yabancisermaye)+0,08(kamyat)+0,18(ozelyat)-0,04(ozeltuks)					
St.hata	(0,48)	(0,13)	(0,19)	(0,19)	(0,19)
Anlamlılık	(0,00)	(0,01)	(0,00)	(0,00)	(0,01)
VIF		(1,31)	(1,07)	(1,17)	(1,43)
R ² =0,775 Düzeltilmiş R ² =0,760 Dw=1,27 Modelin anlamlılığı=0					

KAYNAKÇA

Kitaplar

Adda, Jacques. **Ekonominin Küreselleşmesi**. Sevgi İnceci (çev.). İstanbul: İletişim Yayınları, 2002.

Akman, Vedat. **Gelecek Yüzyılın Gündemi**. Rota Yayınları, 1999.

Albertini, J.M. **Az Gelişmişliğin Mekanizması**. Muzaffer Sencer (çev.). İstanbul: Geçiş Yayınları, 1972.

Alp, Ali. **Uluslar arası Mali Piyasalarda Gelişmeler ve Türkiye**. İstanbul: İMKB Yayınları, 2002.

Altun, Oğuz ve Oya Can Mutan. Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi. **SPK Araştırma Raporu**. 2007.

Antell, Gerson ve George Soule. **Herkes İçin Ekonomi**. Nejat Muallimoğlu (çev.). 2. Baskı, İstanbul: Avcıol Basın Yayın, 1992.

Aslan, Nurdan. **Uluslar arası Özel Sermaye Akımları**. İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1997.

Berksoy, Taner ve Burak Saltoğlu. **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**. 1.Baskı, İstanbul: İTO Yayınları, 1998.

Boratav, Korkut. **Yeni Dünya Düzeni**. 1.Baskı, Ankara: İmge Kitabevi, 2000.

Çimenoğlu, Ahmet ve Nurhan Yentürk. “Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellenmesi”. **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler İçinde**. 2. Baskı, İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2005.

Çolak, Ömer Faruk. **Finansal Sistem ve Bankalar**. 1.Baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 1999.

Eğilmez, Mahfi ve Ercan Kumcu. **Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması**. 9.Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2005.

Erkan, Hüsnü. **Bilgi Toplumu ve Ekonomik Gelişme**. İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1994.

Eroğlu, Nadir. “Finansal Küreselleşme: Devletin Düzenleyici Rolü Üzerine Etkileri”. **Küreselleşme İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşıtlıklar İçinde**. Alkan Soyak (drl.). İstanbul: Om Yayınevi, 2002.

Guitian, Manuel. “The Fund’s Role in Adjustment”. **Finance and Development**. 24 (2), June 1987.

Gujarati, N. Damodar. **Temel Ekonometri**. Ümit Şenesen vd. (çev.). 1.Basım, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 1999.

Gürak, Hasan. **Ekonomik Büyüme ve Küresel Ekonomi**. Bursa: Ekin Yayınevi, 2006.

Karacan, Ali İhsan. **Finans, Ekonomi ve Politika**. İstanbul: Creative Yayıncılık, Kasım 1997.

Kazgan, Gülten. **Tanzimattan 21 Yüzyıla Türkiye Ekonomisi Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye**. 3.Baskı, İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2006.

Kazgan, Gülten. **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001) Ekonomik Politik Açısından Bir İrdeleme**. İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2005.

Kepek, Yakup ve Nurhan Yentürk. **Türkiye Ekonomisi**. 10.Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2000.

Kılıçbay, Ahmet. **Türkiye’nin Ekonomi Politikaları**. İstanbul: Der Yayınları. 1997.

Kinnon, Mc Ronald. **Money and Capital in Economic Development**. Washington: The Brooking Institution. 1973.

Kozlu, Cem. **Öfkeden Çözüme**. İkinci Basım, İstanbul: İş Bankası Kültür Yayınları, 2003.

Lipsey, G. Richard, Peter O. Steiner and Douglas D. Purvis, **İktisat**, Ömer Faruk Batirel vd. (çev.). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 1990.

Mahar, Molly ve John Williamson. **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme**. G. Delice (çev.). İstanbul: Liberte Yayınları, 2002.

Nurkse, Ragnar. **Az Gelişmiş Ülkelerde Sermaye Teşekkülü**. Ş.Adalı (çev.). İstanbul: Menteş Kitabevi, 1964.

Rodrik, Dani. **Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler**. S. Gül (çev.). 1.Baskı, İstanbul: Sabah Kitapları, 1999.

Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**. 11.Baskı, İstanbul: Güzem Yayınları, 1996.

Tarı, Recep. **Ekonometri**. 4.Baskı, İstanbul: Avcı Ofset, 2006.

Uludağ, İlhan ve Erişah Arıcan. **Türkiye Ekonomisi Teori, Politika ve Uygulama**. 2.Baskı, İstanbul: Der Yayınları, 2003.

Went, Robert. **Küreselleşme Neoliberal İddialar Radikal Yanıtlar**. Emrah Dinç (çev.). İstanbul:Yazın Yayıncılık, 2001.

Yeldan, Erinç. **Küreselleme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**. İstanbul: İletişim Yayınları, 2001.

Yentürk, Nurhan. **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**. 2. Baskı, İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2005.

Sürekli Yayınlar

Ay, Ahmet ve Zeynep Karaçor. “2001 Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinde Krizden Büyümeye Geçiş Üzerine Bir Tartışma”. **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**. 16. Sayı, 2006.

Boratav, Korkut. “2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. Sayı 186, 2001.

Cardoso, Eliana. “Küreselleşme Sermaye Hareketleri ve Finansal krizler”. (çev.). Ussal Şahbaz. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. Sayı 212, 2003.

Emil M.Ferhat ve M. Tuğrul Vehbi. “Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Kalkınma: Türkiye Örneği”. **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**. Cilt 14, Sayı 48, 2003.

Eren, Aslan ve Bora Süslü. “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”. **Yeni Türkiye Dergisi**. Sayı 41, 2002.

Gübe, Yalçın. “İktisadi Büyüme ve İhracat Performansı”. **Hazine Dergisi**. 6. Sayı, Nisan 1997.

Güven, Samih. “Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği”. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. Sayı 185, 2001.

Kaminsky, L. Graciela. “Küreselleşme Sermaye Hareketleri ve Finansal krizler”. (çev.) Gözde Işık. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. sayı 212, 2003.

Kibritçioğlu, Aykut. “İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni Büyüme Modellerinde Beşeri Sermayenin Yeri”. **A.Ü. SBF Dergisi**. Cilt 53, 1998, s.208.

Ongun, M. Tuba. “Finansal Globalleşme”. **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**. Cilt 4, Sayı 9, 1993.

Önder, İzzettin. “Türkiye’nin Ve Ekonomisinin Temel Sorunları”. **Yeni Türkiye Dergisi**. Sayı 27. 1999.

Özcan, Kıvılcım Metin ve Mustafa İsmihan. “Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynakları:1960-2004”. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. Sayı 241, Nisan 2006.

Sönmez, Sinan. “Türkiye’de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü mü? Kalkınmanın İtici Gücü mü?”. **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**. Cilt 14, Sayı 49, 2003.

Söylemez, Alev. “Küreselleşme, Yapısal Dönüşüm ve Büyüme: Bilgi Göstergeleri Işığında Türkiye Açısından Bir Değerlendirme”. **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**. Cilt 15, Sayı 51,2004.

Şengönül, Ahmet, Metin Altıok ve Rana Gürbüz. “Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri”. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. Sayı 252, Mart 2007.

Tuncer, Nihal. “Para Krizleri Ve Türkiye”. **İktisat Dergisi**. Sayı 410, 2001.

Ulusoy, Ahmet ve Birol Karakurt. “Gelişmekte olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri”. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. Sayı 223, 2004.

Uygur, Ercan. “Finansal Şişkinlik, Riskler Ve Düzeltme Gereği: Makro Ekonomik Yansımalar”. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. 2003.

Yeldan, Erinç. “İstikrar, Kim İçin? Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler”. **Birikim Dergisi**, 2002.

Yentürk, Nurhan. “Finansal Serbestlik ve Makro Ekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri”. **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**. Cilt 8, Sayı 27, 1997.

Yiğidim, Arslan ve Nezir Köse. “İhracat ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki, İthalatın Rolü: Türkiye Örneği (1980-1996)”. **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**. Cilt 8, Sayı 26, 1997.

Diğer Yayınlar

Altun, Fatih. “Bankacılık Sektöründe Yabancı Sermaye Girişi ve Ulusal Ekonomi Üzerindeki Etkileri”. **Yüksek Lisans Tezi**. Marmara Üniversitesi. BSE. 2006.

Balkan, Erol, F. Gül Biçer ve Erinç Yeldan, “Patterns Of Financial Capital Flows and Accumulation İn The Post- 1990 Turkish Economy”, August, 2002, s.2. <http://www.networkideas.org/feathm/oct2002/Balkan.pdf> [10.12.07].

Binay, Şükrü ve Kürşat Kunter. “Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü”. Tartışma Tebliği No:9803, Aralık 1998. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/98/gece2.html>. [10.03.07].

Çarıkçı, Emin. 42 Soruda Dünyada ve Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları. 1999.

DPT. **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonları Raporu**,. Ankara: Mayıs 2000.

Hazine Müsteşarlığı, **Uluslar arası Doğrudan Yatırımlar 2006 Yılı Raporu**, Haziran 2007.

http://bilgiteknoloji.net/ekonometri/ekotest/e03_otokorelasyon.asp [04.06.08].

IMF World Economic Outlook, Nisan 2007. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/index.htm> [10.12.07].

İMKB Araştırma Yayınları. **Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye**. İstanbul: 1994.

İnandım, Şeyda. “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi :Türkiye Örneği”. **TCMB Uzmanlık Tezi**. Ankara: 2005.

İnsel, Aysu ve Nesrin Sungur. “Sermaye Akımlarının Temel Makro Ekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri:Türkiye Örneği 1989:III-1999:IV”. **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**. Aralık 2003.

İstanbul Ticaret Odası. **Dış Talebe Bağlı Ekonomik Büyümeye Geçişte Mikro Ekonomi Politikaları**. İstanbul: 2003.

İstanbul Ticaret Odası. **Türkiye'den Yurtdışına Doğrudan Sermaye Yatırımları ve Türk Yatırımcıları**. İstanbul: 2003.

Karlık, Rıdvan. "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı". Ankara: **TCMB Yayınları**. 2001.

Köse, Salih. "24 Ocak 1980 ve 5 Nisan 1994 İstikrar Programlarının Karşılaştırılması". <http://ekutup.dpt.gov.tr/planlama/42nciyil/koses.pdf.s.120>. [12.05.07]

Özer, Hacer Gül. **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi**. Ankara: SPK Yayınları, 2006.

Serdengeçti, Süreyya. TCMB, **73. Hissedarlar Genel Kurul Olağan Toplantısı Açılış Konuşması**, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/73-2005-genelkurul.pdf> [07.06.07].

Soydemir, Selim. **Türkiye'de Finansal Fon Akımları**. Ankara: SPK Yayınları, 1998.

Taymaz, Erol ve Halil Suiçmez. "Türkiye'de Verimlilik, Büyüme ve Kriz". **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**. Nisan 2005.

TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkisi**, Mayıs 2002. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kuresel.pdf> (10.01.2008).

Tiryaki, Tolga. "Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği". **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği**. No 8, Temmuz 2003.

Türkiye Ekonomi Kurumu. **Büyüme Stratejileri**. Tartışma Metni ,2003.

TÜSİAD. "Eğitim ve Sürdürülebilir Büyüme Türkiye Deneyimi, Riskler ve Fırsatlar". **Büyüme Stratejileri Dizisi**. Haziran 2006.

Uzunoğlu, Sadi, Kerem Aklin ve Can Fuat GrleŖel. **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin GeliŖmekte Olan lkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye.** İMKB Yayınları, Yayın No:6 İstanbul:1995.

Yalçın, Ebru. "İktisadi Büyüme ve DıŖ Krediler: Amprik Bir ÇalıŖma". **TCMB Uzmanlık Tezi**, Eylül 2005.