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

KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN YÜKSELEN PİYASALARA ETKİSİ: DIŞ DENGE SORUNSALI "ÜLKE ÖRNEKLERİ ve TÜRKİYE 1989-2009"

Doktora Tezi

SİNAN KESİCİ

İstanbul, 2010

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİMDALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİMDALI

KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN YÜKSELEN PİYASALARA ETKİSİ: DIŞ DENGE SORUNSALI "ÜLKE ÖRNEKLERİ ve TÜRKİYE 1989-2009"

Doktora Tezi

SİNAN KESİCİ

Danışman: PROF.DR. F.NURAY ALTUĞ

İstanbul, 2010

ENSTİTÜ YÖNETİM KURULU
KARARLARI

TOPLANTI TARİHİ: 14.09.2012
TOPLANTI SAYISI: 2012-29

KARAR NO: 2012-29/16: Enstitümüz İktisat Anabilim Dalı İktisat Politikası Bilim Dalı doktora programı öğrencisi **Sinan Kesici'nin** Doktora Tez savunma Sınavı'nın reddine ilişkin olarak İstanbul 3.İdare Mahkemesi'nde açmış olduğu 20101882 Esas No'lu dava adı geçen İdare Mahkemesi'nin doktora tezinin incelemek üzere teşkil ettiği üç kişilik bilirkişinin hazırlamış olduğu olumlu raporu da dikkate alarak Doktora Tez Savunma Sınavı'nın reddine içeren kararıyla sonuçlanmış ve temyiz yolu açık olmak suretiyle verilen bu karar Danıştay 8.Dairesinde 2012/924 Esas No'lu karar ile onanmıştır. Rektörlüğümüz Hukuk Müşavirliği'nin ilgili İdare Mahkemesi'nin kararına ilişkin görüşü esas alınarak **Sinan Kesici'nin** mezuniyetine oybirliği ile karar verildi

ASLI GİBİDİR
Nesrin KAYDUL
Enstitü Sekreteri

ÖZET

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ekonominin küreselleşmesinin de önünü açan temel olgudur. Ekonominin küreselleşmesinin hızlandığı son otuz yılda birçok ülkenin piyasa ekonomisini benimsemeleri ile ekonomilerini dışa açmaları ve finansal deregülasyonlar sonucu sermaye hareketlerinin hem hacmi hem de volalitesi artmıştır. Kalkınma için dış kaynağa ihtiyacı olan ülke ekonomileri küresel sermayeden faydalanma yolunu tercih etmiş ve sermaye girişlerini sağlamaya çalışmıştır. Bu süreçte birçok bölge ve ülke ekonomisi sermaye hareketlerinden etkilenmiştir. Sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerinin varlığına dayandırılan ülke ve bölge ekonomilerinin ortaya çıkması ondan beklenen faydanın sağlanabilmesini tartışmalı hale getirmiştir. Bu tartışmalar genel olarak sermaye yetersizliği çeken GOÜ ekonomileri üzerine odaklanmıştır. Ancak tecrübeler göstermiştir ki sermaye hareketleri sadece GOÜ'de değil GÜ kaynaklı küresel krizlere neden olarak piyasa ekonomisinin ulaştığı boyutlarda ülke ve bölge ekonomilerini derinden etkileyebilmiştir.

Sermaye hareketlerinin ülke dış hesaplarında gösterilebilmesi için ödemeler dengesinde sermaye hesabı açılmış ve dış dengenin sağlanması için cari açıkların sermaye hareketleri ile finansmanı sağlanabilmesine olanak sağlanmıştır. Ancak daha fazla cari açığın daha fazla sermaye hareketleri ile finansmanı kronik dış denge sorunlarını ortaya çıkarabilmektedir. Bir ülke için dış denge sorunsalına yönelik kalıcı çözümün ortaya konabilmesi için dış tasarruf yetersizliğini giderme amaçlı sermaye hareketlerinin orta ve uzun vadede dış denge sorunsalına yönelik reel ekonomik etkisinin nesnel boyutlarının analiz edilmesi gerekmektedir.

Çalışmada öncelikle genel olarak sermaye hareketleri ile ilgili temel kavramlar verildikten sonra sermaye hareketlerine ilişkin teorik arkaplan incelenmiş ve dış denge sorunsalı çerçevesinde sermaye hareketlerinin reel ekonomik etkisi belirlenmeye çalışılmıştır. Sermaye hareketlerinin ulaştığı hacim ve boyutlarının görülebilmesi için küresel sermaye hareketleri gelişimi ile reel ekonomi arasındaki ilişki ortaya konduktan sonra GOÜ'deki sermaye hareketlerinin ekonomik etkisi dış denge sorunsalı çerçevesinde incelenmiş ve sermaye hareketlerinin neden olduğu bölgesel krizlerden öne çıkanları ile son küresel kriz ele alınmıştır. Sermaye hareketlerinin GOÜ örneklerindeki dış denge sorunsalına yönelik reel ekonomik etkisi seçilmiş ülke ekonomilerinde incelenerek ampirik analiz neticesinde elde edilen sonuçlar ortaya konmuştur.

ABSTRACT

Liberalization of capital movements, globalization of the economy that opens the front is the basic case. Globalization of the economy accelerated in the last thirty years, many countries adopt market economy, both the volume and the volalite of the movements of capital has increased as a result of the opening of their economies to the outside and financial deregulation. In need of external resources for development of the country's economy benefited from the global capital and tried to provide capital inflows. In this process, many region's and country's economies have been affected by capital flows. Negative effects of capital movements based on the emergence of the country and the region's economy, make controversial the ensuring of its expected benefits. These debates typically focus on developing country's economies which have capital deficiency. However, experiences have shown that capital movements not only in developing countries also as a source of developed countries causing global crisis, influence country's and the region's economies deeply.

To show the movements of capital in country's foreign accounts, a capital account was opened on the balance of payments and current account deficits financed by the movements of capital have been given the opportunity. However, to finance more and more current account deficit with more and more capital movements, can uncover chronic problems of external balance. For a country with a permanent solution for the problematic external balance can be exposed to the outside expense savings for the purpose of lack of capital movements, in medium and long-term the objective dimensions of the real economic impact for external balance problematic, needs to be analyzed.

In the study, primarily, the basic concepts, related to capital movements, have been granted, then the theoretical background which is relating to capital movements has been examined, and has been tried to determine the real economy impact of capital movements in the framework of external balance problematic. To be seen volumes and sizes of capital movements, after propounding the relationship between the development of global capital movements and real economy, the economic impact of capital movements in the developing countries has been examined in the framework of external balance problematic and has been treated the ones in the front of the regional crisis which causes by capital movements and the latest global crisis. Capital movements, for the problematic of external balance in the examples of developing countries, has been examined its real economic impact on selected country economies, and the results have been exposed by empirical analysis.

ÖNSÖZ

Yükselen piyasalar olarak da bilinen GOÜ'de ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için ihtiyaç duyulan dış kaynağın önemli bir kısmı yabancı sermaye hareketleri yolu ile karşılanırken son dönemde aynı sermaye hareketleri GÜ dahil bir çok ülkenin cari işlemler açığının finansman aracı olarak da kullanılmıştır. Bu sermaye hareketleri portföy yatırımları şeklinde olabildiği gibi doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde de gerçekleşmektedir. Ekonominin serbestleştirilmesi ve sermayenin küreselleşmesi ile birlikte yatırımcılar ile fon ihtiyacı olanlar, ülke sınırlarının dışında faaliyet gösterebilmekte ve pazar genişlemesinden faydalanarak daha yüksek kar güdüsü ile fırsatları değerlendirme imkanına sahip olabilmektedir. Yaşanan teknolojik gelişme ile beraber iletişim ve ulaşım hızlarındaki artış pazar imkanlarını genişletmiş böylece oluşan yeni imkanlar ile beraber bölgesel ve küresel ölçekli riskler ortaya çıkmıştır.

Ekonomik büyümenin gerçekleşebilmesi için birçok faktör arasında dış ticaretin önemli rolü olduğu genel kabul görmektedir. Ancak dış ticaretin büyümenin lokomotifi olduğu görüşlerine karşın uzun bir dönem boyunca GOÜ'in korumacı uygulamalarının baskısı altında kalmış ve sınırlı ölçüde dışa açık sanayileşme politikaları uygulanabilmiştir. Teorik olarak bir ülkenin büyümesinde dış ticaretin önemi uzun süre önce kabul görmüş olmasına rağmen ithal ikameci sanayileşme stratejileri ihracata dayalı büyüme politikalarına baskın olmuştur. Neoliberal ekonomi politikaları ile beraber uzun dönemli büyüme veya kalkınma stratejileri hususunda politika görüşlerinin yenilenmesine başlanmıştır. Uluslararası kuruluşlar tarafından GOÜ'lerin finansal yardım alabilmeleri için dış ticaretin serbestleştirilmesi bir ön koşul olarak öne sürülmüş ve içe dönük politikaların daha fazla sürdürülemeyeceği anlaşılması ile GOÜ'in önemli bir bölümü dış ticaret rejimlerini köklü biçimde serbestleştirmişlerdir. İhracata dayalı büyüme ile bir ekonominin üretim ve istihdamında artışın sağlanabileceği, ihracattaki artışın dış ticaret çarpanı vasıtasıyla üretim hacminde genişleme yaratacağını ve elde edilen dövizin sermaye malları ithalatında kullanıldığı gerekçeleriyle savunulmaktadır. Böylece ihracat pazarında oluşan hacim ve rekabet, ölçek ekonomilerine ve üretimde teknolojik ilerlemeye ve yayılmalara sebep olabilecektir. Ancak dış ticaretin serbestleştirilmesi ithalat artışları ile beraber tüketim

artışı yaratarak büyümeye katkı sağlarken cari işlemler açığı ve sürdürülemez dış denge sorunlarına da neden olabilmektedir.

Ekonominin genel dengesi, kamu ve özel sektör kesimlerinin kaynakları nasıl paylaştığını, dış kaynak kullanımı ile kaynakların tüketim ve tasarruflar arasında ne şekilde dağıldığını ve yanı sıra ekonominin temel tasarruf açığı veya fazlasını göstermektedir. Bir ekonominin tüketim sonrası GSYİH'sında kalanı, iç tasarrufunu göstermektedir. İç tasarrufları yatırımlarını karşılamaz ise bu defa dış açık uğruna gerekli olan kaynağı dış tasarruflardan karşıla yoluna gidilebilir. Cari işlemler dengesi ise ekonomilerin dış tasarruf açığı veya fazlasını göstermektedir. Sermaye hesabındaki hareketler ile cari açık finanse edilebilmekte ve dış denge sağlanabilmektedir. Yabancı sermaye genel olarak çıkış yaptığı ülkeden daha fazla kar sağlamak amacı ile bir başka ülkeye giriş yapmaktadır. Özel kesime dayalı büyümede ise dış kaynağa bağımlı hale gelen tasarruf açıkları yine dış tasarruf kaynağının kullanımını zorunlu hale getirmekte ve ülke üretimi dış kaynağa bağımlı hale gelebilmektedir. Böylece büyümenin itici gücü olarak kabul edilen sermaye hareketleri ile oluşan ve sürekli aratan cari açık finanse edilse de kısır döngü haline gelen dış denge sorunu yabancı sermayeden beklenen faydanın elde edilmesi gerçekleşemeyebilmektedir.

Bu çalışmanın gerçekleştirilmesinde başta danışmanım olmak üzere birçok değerli akademisyen ile düşünce insanı hocalarımın önemli katkı ve destekleri olmuştur. Çalışmalarımın çeşitli aşamalarında Prof.Dr. Osman Zekai ORHAN, Prof.Dr. Kaya ARDIÇ, Prof.Dr. Alkan SOYAK ve Doç.Dr. Nadir EROĞLU değerli katkılar vermişlerdir. Ancak daha da iyi çalışmaları ile bir nebze olsun karşılığını verebileceğim bu katkı ve desteklerinden dolayı kendilerine teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

TABLO LİSTESİ viii
ŞEKİL LİSTESİ ix
GRAFİK LİSTESİ x
KISALTMALAR xii
GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE HAREKETLERİ İLE İLGİ TEMEL KAVRAMLAR ve TEORİK ARKAPLAN

1.1. Sermaye Hareketleri ile İlgili Temel Kavramlar 4
1.1.1. Sermaye Hareketlerinin Türleri ve Farkı 5
1.1.2. Ekonominin Serbestleştirilmesi ve Sermayenin Küreselleşmesi 8
1.1.2.1. Dış Ticaretin Serbestleştirilmesi 8
1.1.2.2. Finansal Kesimin Serbestleştirilmesi 9
1.2. Finansal Serbestleşme Teorisi ve Alternatif Kuramlar 10
1.2.1. Finansal Serbestleşmenin Temel Hipotezleri 11
1.2.1.1. Neoklasik Yaklaşım ve Ödünç Verilebilir Fonlar 11
1.2.1.2. Finansal Baskı Teorisi ve Pozitif Reel Faiz 12
1.2.1.3. Dış Finansal Serbestleşme 15
1.2.2. Finansal Serbestleşmeye ilişkin Eleştiriler ve Alternatif Kuramlar 16
1.2.2.1. Yeni Keynezci Kuram 17
1.2.2.2. Post Keynezci Kuram 21
1.2.2.3. Yapısalcı Kuram 25
1.3. Dış Ticaret ve Doğrudan Yabancı Yatırım Teorileri 26
1.3.1. Dış Ticaret Teorileri ve Doğrudan Yatırımlar 27
1.3.1.1. Geleneksel Dış Ticaret Teorileri 28
1.3.1.2. Modern Dış Ticaret Teorileri ve Loentief Paradoksu 30
1.3.1.3. Yeni Dış Ticaret Teorileri ve Endüstri içi Ticaret 33
1.3.1.4. Yeni Uluslararası Dış Ticaret Teorisi 36
1.3.2. Doğrudan Yatırımların Açıklanmasında Dış Ticaret Teorilerinin Yetersizliği 38
1.3.3. Doğrudan Yabancı Yatırım Teorileri ve Çokuluslu Firmalar 40
1.3.3.1. Ürün Hayat Devreleri Teorisi 40
1.3.3.2. İçselleştirme Teorisi 43
1.3.3.3. Eklektik Paradigma – OLI Paradigması 44
1.4. Sermaye Hareketi Teorileri 48
1.4.1. Geliştirilen Portföy Teorisi: Markowitz ve Tobin 49
1.4.2. Ödemeler Dengesi Yaklaşımı 52
1.4.3. Mundell-Fleming Modeli 53
1.4.3.1. Sabit Kur Sisteminde Para ve Maliye Politikası 56
1.4.3.2. Esnek Kur Sisteminde Para ve Maliye Politikası 58

İKİNCİ BÖLÜM

DIŞ DENGE SORUNSALI ÇERÇEVESİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN REEL EKONOMİK ETKİSİ

2.1. Makroekonomik Denge Arayışları ve Aktarım Mekanizması Tartışmaları 62
2.1.1. Klasik ve Neoklasik Anlayış 63
2.1.2. Wicksell ve Tobin'nin Katkıları 64
2.1.3. Keynezyen Yaklaşım.....67
2.2. Açık Ekonomide Dış Denge Sorunsalı 68
2.2.1. Ekonominin Genel Dengesi.....69
2.2.2. Sermaye Hareketleri ve Dış Denge.....72
2.2.3. Ödemeler Dengesi ve Dış Denge Sorunsalı 74
2.3. Finansal Sistem ve İktisadi Sistem Etkileşimi 77
2.4. Sermaye Hareketleri ve Makroekonomi 79
2.5. Sermaye Hareketlerinin Reel Ekonomik Etkisi.....81
2.5.1. Büyümeye Etkileri 82
2.5.1.1. Doğrudan Etkisi: Yatırımlar 84
2.5.1.2. Dolaylı Etkisi: Teknoloji ve Yönetim Bilgisi 84
2.5.2. Genel Dengeye Etkisi.....86
2.5.2.1. Tasarruf ve Yatırımlar.....86
2.5.2.2. Üretim ve Tüketim 89
2.5.2.3. Ödemeler Dengesi 89
2.5.3. Diğer Makroekonomik Etkileri 92
2.5.4. Ekonomik Kriz Etkisi.....95
2.6. Sermaye Hareketlerinin Reel Ekonomik Sonuçları ve Olumlu Etkilerinin Reddine İlişkin Görüşler 96
2.7. Sermaye Hareketleri Kontrolleri: Tobin Vergisi ve Diğerleri 101

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ ile DIŞ DENGEYE ETKİSİ ve KRİZLERİN GÖLGESİNDE YÜKSELEN PİYASA ÖRNEKLERİNDE DIŞ DENGE SORUNSALINA YÖNELİK REEL EKONOMİK ETKİSİ

3.1. Dünyada Sermaye Hareketleri ve Reel Ekonomi ile Dış Dengeye Etkisi.....107
3.1.1. Sermaye Hareketlerinin Gelişimi.....108
3.1.2. Sermaye Hareketlerinin Hacmi ve Dağılımı 114
3.1.3. Sermaye Hareketlerinin Reel Ekonomi ve Dış Dengeye Etkisi 120
3.1.3.1. Sermaye Hareketleri ve Üretim 122
3.1.3.2. Dış Ticaret ve Üretim.....125
3.1.3.3. Dış Denge 130
3.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Hareketleri Kompozisyonu ve Dış Denge .132
3.2.1. Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu ve Türleri 134
3.2.2. Sermaye Hareketleri ve Dış Denge.....136
3.3. Sermaye Hareketlerinin Etkisi ile Yaşanan Ekonomik Krizler 139
3.3.1. Latin Amerika Krizi 140
3.3.2. Güneydoğu Asya Krizi.....143
3.3.3. 2008 Küresel Krizi 151
3.4. Sermaye Hareletlerinin Ülke Örneklerinde Dış Denge Sorunsalına Yönelik Reel Ekonomik Etkisi.....155
3.4.1. Brezilya 155
3.4.2. Çin Halk Cumhuriyeti 162
3.4.3. Güney Kore 167

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ ve KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE DIŞ DENGEYE YÖNELİK REEL EKONOMİK ETKİSİ

4.1. Sermaye Hareketlerinin Gelişimi 173
4.2. Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu 179
4.2.1. Bileşenleri ve Gelişimi 181
4.2.2. Birikim Kanalları 185
4.2.3. Ana ve Alt Sektör Dağılımı 190
4.3. Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Etkisi 196
4.3.1. Finansal Krizler Dönemi Etkisi 200
4.3.1.1. 1994 Krizi ve Sermaye Hareketleri 202
4.3.1.2. 2001 Krizi ve Sermaye Hareketleri 205
4.3.1.3. Krizlerin Ortak Özellikleri ve Dış Denge Sorunu 213
4.3.2. Kriz Dönemi Sonrası Etkisi 214
4.3.2.1. Genel Ekonomiye Etkisi 215
4.3.2.2. Dış Dengeye Etkisi 222
4.4. Türkiye'de Dış Denge Sorunsalı ve Sermaye Hareketlerinin Üretim Üzerine Etkisi 227
4.4.1. Dış Denge Sorunsalı ve Sürdürelebilirliği 228
4.4.2. Üretim Temelinde Dış Denge Sorunsalına Yönelik Reel Ekonomik Etkisi 234

BEŞİNCİ BÖLÜM

ÜLKE ÖRNEKLERİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN REEL ETKİSİNİN AMPİRİK ANALİZİ

5.1. Ülke Örnekleri için Ampirik Analiz 238
5.1.1. Veri ve Metedoloji 241
5.1.2. Model 242
5.1.3. Regresyon Analizi 244
5.1.4. Sonuçların Değerlendirilmesi 248

SONUÇ 251

EKLER 254

KAYNAKÇA 257

TABLO LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 3.1: Küresel Sermaye Piyasalarının Özeti 114
Tablo 3.2: Küresel Sermaye Hareketleri ve Ülke Gelişmişlik Seviyesi ile Türlerine Göre Dağılımı 117
Tablo 3.3: Gelişmişlik Seviyesine Göre Dünya Üretimi ile Ticaret Hacmi/Haddi ve Cari Denge 121
Tablo 3.4: Gelişmişlik Seviyesi ve Ülke Gruplarına Göre Dünyada Üretim ve İhracat 126
Tablo 3.5: Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Sermaye Hareketleri ve Ülke Gruplarına Göre Dağılımı 133
Tablo 3.6: Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri-Kriz Öncesi ve Sonrası-Meksika .. 141
Tablo 3.7: Asya Ülkelerinin Kriz Öncesi ve Sonrası Temel Ekonomik Göstergeler 149
Tablo 3.8: Asya ve Latin Amerika: Yakınsama İşaretleri 150
Tablo 3.9: Seçilmiş Makroekonomik Göstergeler-ABD 153
Tablo 3.10: Büyüme, Dış Denge ve Üretim – Brezilya 156
Tablo 3.11: Büyüme, Dış Denge ve Üretim – Çin 162
Tablo 3.12: Büyüme, Dış Denge ve Üretim – G. Kore 168
Tablo 4.1: Açık Kombiyo Rejimi Altında Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu 180
Tablo 4.2: DoğrudanYatırımların Ana Sektörlere Göre Dağılımı (Milyon $) 186
Tablo 4.3: Yabancı Sermayenin Ana ve Alt Sektörlere Göre Dağılımı (Milyon $) 192
Tablo 4.4: Seçilmiş Temel Ekonomik Göstergeler- Türkiye 201
Tablo 4.5: Dış Borç Stoku – Türkiye (1989-1994, Milyar $) 203
Tablo 4.6: Büyümeye Sektör Katkısı ve Sektör Payları 217
Tablo 4.7: Toplam Borç Stokunun Profili (2001-2009 Milyar $, %) 218
Tablo 4.8: Ödemeler Dengesi ve Cari Açığın Finansmanı (Milyon $) 226
Tablo 4.9: Büyüme, Dış Denge ve Üretim – Türkiye (1989-2009) 229
Tablo 5.1: Değişkenlerin IFS Tanımlaması ve Modeldeki Simgeleri 243
Tablo 5.2: ADF İstatistikleri – Brezilya 244
Tablo 5.3: OLS Sonuçları – Brezilya 244
Tablo 5.4: ADF İstatistikleri – Çin 245
Tablo 5.5: OLS Sonuçları – Çin 245
Tablo 5.6: ADF İstatistikleri – G.Kore 246
Tablo 5.7: OLS Sonuçları – G.Kore 246
Tablo 5.8: ADF İstatistikleri - Türkiye 247
Tablo 5.9: OLS Sonuçları – Türkiye 247

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No

Şekil 1.1: Ödünç Verilebilir Fonlar....12
Şekil 1.2: Finansal Baskı Teorisine göre Faiz Oranı Tasarruf-Yatırım İlişkisi....14
Şekil 1.3: Yeni Keynezyen (Statik) Kredi Tayınlaması....20
Şekil 1.4: Finansal Serbesteşme Sonrası Post Keynezci Dinamik Kredi Tayınlaması .23
Şekil 1.5: Post Keynezci (Spekülatif Genişleme Sonrası) Dinamik Kredi Tayınlaması.24
Şekil 1.6: Sermaye Hareketleri Dengesi....56
Şekil 1.7: Sabit Kur Sisteminde, Para ve Maliye Politikalarının Etkileri....57
Şekil 1.8: Esnek Kur Sisteminde, Para ve Maliye Politikalarının Etkileri....59
Şekil 2.1: Genel Denge ve Dönemsel Yaklaşım (Pigou Etkisi)....71
Şekil 2.2: Ödemeler Dengesi Doğrusu ve Dış Denge....73

GRAFİK LİSTESİ

Sayfa No

Grafik 3.1: Finansal Serbestleşme Sonrası Küresel Sermaye ve Üretim....123
Grafik 3.2: Gelişmişlik Seviyesine Göre Net Küresel Sermaye....124
Grafik 3.3: Dünyada Sermaye Hareketleri Dış Ticaret Hacmi ve Üretim....127
Grafik 3.4: Ticaret Hacminin Ülke Gelişmişlik Durumuna Göre Dağılımı ve Artışı....129
Grafik 3.5: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Denge ve Finansman Gereği....131
Grafik 3.6: Ülke Gruplarına Göre Yükselen Piyasalarda Sermaye Hareketleri....134
Grafik 3.7: Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Doğrudan ve Potföy Yatırımları....135
Grafik 3.8: Gelişmekte Olan Ülkere Sermaye Giriş ve Çıkışları....136
Grafik 3.9: Yükselen Piyasalarda Sermaye Hareketleri ve Dış Denge....137
Grafik 3.10: Sermaye Hareketleri Kompozisyonu ve Cari Denge....138
Grafik 3.11: Büyüme ve Cari Denge – Brezilya....158
Grafik 3.12: Cari Denge Dış Ticaret ve Sermaye Hareketleri – Brezilya....159
Grafik 3.13: Büyüme ile Sermaye Hareketleri ve Dış Ticaret İlişkisi – Brezilya....160
Grafik 3.14: GSYİH ve Üretim - Brezilya....161
Grafik 3.15: Büyüme ve Cari Denge – Çin....163
Grafik 3.16: Cari Denge Dış Ticaret ve Sermaye Hareketleri – Çin....164
Grafik 3.17: Büyüme ile Sermaye Hareketleri ve Dış Ticaret İlişkisi – Çin....165
Grafik 3.18: GSYİH ve Üretim Artışı – Çin....166
Grafik 3.19: Büyüme ve Cari Denge – G. Kore....169
Grafik 3.20: Cari Denge Dış Ticaret ve Sermaye Hareketleri – G. Kore....170
Grafik 3.21: Büyüme ile Sermaye Hareketleri ve Dış Ticaret İlişkisi – G. Kore....171
Grafik 3.22: GSYİH ve Üretim Artışı – G. Kore....172
Grafik 4.1: Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Gelişimi....178
Grafik 4.2: Net Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu....181
Grafik 4.3: Sermaye Girişlerinin Bileşenlerine Göre Gelişimi....182
Grafik 4.4: PY ve DYY Gelişimi ile Dönemsel Etkisi....183
Grafik 4.5: Diğer Yatırmların Gelişimi ve Dönemsel Etkisi....184
Grafik 4.6: Portföy Yatırımlarının Birikim Kanalları....185
Grafik 4.7: Doğrudan Yatırımlarının Birikim Kanalları....187
Grafik 4.8: Diğer Yatırımların Birikim Kanalları....188
Grafik 4.9: Diğer Yatırımların Varlık ve Yükümlülük Kompoziyonu....190
Grafik 4.10: Sermaye Girişlerinin Seçilmiş Ana Sektörler İtibarıyla Gelişimi....194
Grafik 4.11: Sermaye Girişlerinde Seçilmiş Ana Sektörlerin Payı ve Alt Sektör Dağılımı....195
Grafik 4.12: İthalat ve İhracat ile Cari Açık ve GSYİH - Türkiye (1989-1994)....203
Grafik 4.13: 1994 Krizi ve Öncesi Sermaye Hareketleri - Türkiye (1989-1994)....204
Grafik 4.14: MB Rezervleri (1989-1994)....205
Grafik 4.15: Kriz Dönemi ve Öncesi KKBG / GSYİH (1995-2001)....206
Grafik 4.16: İç ve Dış Borç Stoku / GSYİH (1994-2001)....207
Grafik 4.17: Cari Açık / GSYİH (1994-2001)....207
Grafik 4.18: Döviz Kuru Artışı ile Enflasyon ve Faiz Oranları - Türkiye (1994-2001)....209
Grafik 4.19: MB Rezervlerinin Seyri – Türkiye (1994-2001)....211
Grafik 4.20: 2001 Krizi ve Öncesi Yabancı Sermayenin Kompozisyonu - Türkiye....212
Grafik 4.21: Toplam Borç Stokunun Seyri (2001-2009)....219
Grafik 4.22: Enflasyon Hedeflemesi Altında Faiz ve Kuru Artışı (2002-2009)....221
Grafik 4.23: TCMB Reervleri ile ABD Dolar Kur Artışı (2002-2009)....222

Grafik 4.24: Dış Ticaret Hacmi ve Ekonomik Karegorilerine Göre Seyri.....224
Grafik 4.25: İhracatın İthalatı Karşılama Oranı ve Cari Açık.....225
Grafik 4.26: Büyüme ve Cari Denge.....230
Grafik 4.27: Cari Açığın Finansmanı ve Büyüme.....231
Grafik 4.28: Yabancı Sermaye ve Büyüme İlişkisi.....232
Grafik 4.29: Türlerine Göre Yabancı Sermaye Girişi ve Çıkışı ile Cari Açık.....233
Grafik 4.30: GSYİH ve Üretim Artışı.....235
Grafik 4.31: İthalat ve İhracat ile GSYİH.....236
Grafik 4.32: Cari Denge ve İhracatın İthalatı Karşılama Oranı.....236

KISALTMALAR

AB : Avrupa Birliği

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

AET : Avrupa Ekonomik Topluluğu

ADF : Augmented Dickey Fuller

ADR : American Depository Receipts

AIC : Akaika Information Criterion

AR&GE : Araştırma ve Geliştirme

APEC : Güneydoğu Asya Ulusları Birliği

ÇUF : Çok Uluslu Firma

DYY : Doğrudan Yabancı Yatırımlar

DİBS : Devlet İç Borçlanma Senetleri

DPT : Devlet Planlama Teşkilatı

DTÖ : Dünya Ticaret Örgütü

EC : European Community (Avrupa Topluluğu)

EFTA : Avrupa Serbest Ticaret Bölgesi

EU : Avrupa Birliği

FCRP : Foreign Credit Restraint Program (Yabancı Kredi Kısıtlama Programı)

FDI : Foreign Direct Investment (Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı)

GATS : Hizmetler Ticareti Genel Anlaşması (General Agreement on Trade in Services)

GATT : Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması

GDR : Global Depository Receipts

GSMH : Gayri Safi Milli Hasıla

GSYİH : Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

HM : Hazine Müsteşarlığı

IBF : Intenational Banking Facilities

IET : Interest Equilization Tax (Faiz Eşitleme Vergisi)

IFS : International Financial Statestic

IMF : International Monetary Found (Uluslar Arası Para Fonu)

ITO : Uluslararası Ticaret Örgütü

LIBOR : London Interbank Offered Rate

MNC : Multi National Company (Çok Uluslu Şirket)

M&A : Merger and Acquisitions (Birleşme ve Satın Almalar)

NAFTA : Kuzey Amerika Serbest Ticaret Birliği

NIBOR : New York Interbank Offered Rate

OECD : Organization for Economic Cooperation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)

OLI : Ownership, Location, Internalization (Mülkiyet, Yer Seçimi, İçselleştirme)

OLS : Ordinary Least Squares

PK : Petrol Kanunu

PY : Portföy Yatırımları

SEC : Securities And Exchange Commission (Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu

TBMM : Türkiye Büyük Millet Meclisi

TEFE : Toptan Eşya Fiyatları Endeksi

TÜFE : Tüketici Fiyatları Endeksi

TCMB : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TMSF : Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

TNC : Trans National Company (Uluslararası Şirket)

TNI : Transnationality Index (Uluslararasılaşma İndeksi)

TPRM : Ticaret Politikalarını Gözden Geçirme Mekanizması (Trade Policy Review Mechanism)

TÜİK : Türkiye İstatistik Kurumu

TL : Türk Lirası

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

YSTK : Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu

WB : World Bank

GİRİŞ

Yabancı sermaye hareketlerinin temel iki ayağı olan dorudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının teorik argümanları ve kuramlarının şekillendirdiği politika önerme uygulamaları ile etkilenen ülke ekonomilerinin dış denge sorunları çalışmanın başlangıç noktasını oluşturmuştur. Ülke ekonomilerinde teorik beklentilerin karşılanamadığı uygulama sonuçlarının giderek artan varlığı ve yarattığı makroekonomik sorunlara karşı teorisyenlerce ortaya konan çözüm önerilerileri çerçevesinde küresel sermaye hareketlerinin, ülke ekonomilerini nasıl etkilediği inceleme konusu olmuştur. Olumsuz sonuçlarının varlığına rağmen 1980 sonrası ekonomik kalkınmasını genellikle yabancı sermaye yatırımları üzerinde temellendiren ülke ekonomilerinin bahse konu kuramlar çerçevesinde makroekonomik ve özellikle de dış ekonomik dengelerini sağlamaya yönelik olarak yabancı sermayeye verdikleri önem ve buna ilişkin yapısal düzenlemeler ile dış ticaretlerini serbestleştirilme çabaları dikkat çekicidir. Küreselleşme öncesi yeterince önemsenmeyen yabancı sermaye hareketleri, uygulanan neoliberal politikalar sonucu ekonomi ve dış ticaretin serbestleşmenin artan trendi ile ivme kazanmış ve hacim olarak da artmaya devam etmektedir. Bu bağlamda yabancı sermaye hareketlerinin büyüme ve kalkınmaya etkisi, iktisatçılar arasında zaman zaman alevlenen tartışma konularından biri olmuştur.

1970'li yılların başından itibaren uygulanmaya başlanan politikaların özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki başarısız uygulama sonuçları ve bunların ekonomik etkileri sermaye hareketleri ile ilgili teorilerin yeniden ele alınmasını gerekli kılmıştır. Mckinon ve Show'un 1973 yılında birbirlerinden bağımsız olarak ortaya koydukları ve 1984 yılında Krueger'ın de katıldığı finansal baskı kuramının temeli neokeynezyen ve neoklasiklerin faiz hadleri konusundaki eleştirilerine dayanmaktadır. İlk eleştiriler 1983 yılında yapısalcı okul temsilcisi Taylor tarafından getirilmiştir. Bunu post keynezyenlerin "kaynakların spekülatif faaliyetlere yönlenerek çarpık büyüme nedeni olacağı" ve neokeynezyenlerin "asimetrik enformasyon sorunu" gibileri izlemiştir.

Küreselleşme sürecinde yaşanan bu finansal serbestleşme kuramı tartışmalarının ötesinde çokuluslu firmalar aracılığı ile uluslararası sermaye hareketleri akışını sağlayan doğrudan yabancı sermaye hareketleri geleneksel dış ticaret teorilerinde ele alınmamış ve çokuluslu firma teorilerinin türetilmesini modern iktisatçılara bırakmıştır. Karşılaştırmalı üstünlükler teorisine ve onun farklı yorumlarına

dayanan geleneksel dış ticaret teorileri kısaca; "her bir ülke sahip olduğu avantajlı üretim faktörü yoğunluklu mallarda karşılaştırmalı üstünlüğü sahiptir ve o malı ihraç eder" der. Dolayısı ile çokuluslu firmalar ve onun başrol aracı doğrudan yabancı sermaye yatırımları geleneksel dış ticaret teorilerinde ele alınmamıştır. Ancak İkinci savaş sonrası yapılanmada ortaya çıkan çokuluslu firma teorilerinde de tartışmalar mevcuttur ve bu tartışmaların kaynağı üretimin kaynağında yapılması düşüncesinden ziyade firma işlevlerine odaklanmıştır. Bunlardan uluslararasılaşma ve teknoloji transferinin yararı konusundaki tartışmalar daha belirgin olarak ortaya çıkmaktadır. Ülke ekonomilerine fiziki yatırım olarak giren doğrudan yabancı yatırımlar beraberinde kaynak, bilgi ve teknoloji getirmekte ve bu vasıta ile ilgili sektörde kalite ve rekabette oluşturabilmektedir. Ancak bir taraftan uluslararası firmaların monopolleşmesi diğer taraftan merkezlerine bağlılık anlamında ulusötesileşmesi, merkezin bulunduğu ülke politikalarına bağlı olmayı gerekli kıldığından, bu yaklaşımı tartışılır kılmaktadır.

Uygulama alanını 1980'li yılların başında bulan neoliberal politikalar, yükselen piyasalara yabancı sermaye hareketlerini hızlandırmış ve son yılarda da giderek arttırmaktadır. Yabancı sermaye hareketlerindeki bu artışlara neden olan faktörlerden biri yükselen piyasalardaki makroekonomik yeniden yapılanma olurken diğeri de başlangıçtaki gelişmiş ülkelerdeki faiz getirisinin düşüklüğü olmuştur. Ancak 2000 sonrası sermaye hareketlerinin bir ayağını oluşturan ve uluslararası firmaların aracılık ettiği doğrudan yabancı yatırımlarında etkisiyle oluştuğu idea edilen gelişmekte olan ülkelerdeki dış fazlanın yine aynı kuram gereği, portföy yatırımları yoluyla, gelişmiş ülkelerin dış ticaret veya dış tasarruf açıklarını finanse etmekte olduğu gözlemlenmektedir. Neoliberal dönemde sermaye hareketleri başlangıçta portföy yatırımları ağılıklı olarak ülke ekonomilerine etki ederken son dönemlerde doğrudan yatırımlarının da ağırlığı etkisini hissettirmiş ve fonlama ve kaynak aktarma süreci reel üretimin yapısal dönüşümüne neden olmuştur.

Neticede farklı kuramları olan yabancı sermaye hareketleri farklı uygulama sonuçlarını ve örneklerini içinde barındırdığı neoliberal süreçte her ne ekonomik yapıda olursa olsun her bir ülke veya bölge ekonomisini farklı düzeylerde etkilemiştir. Yabancı sermaye hareketlerinin her bir teorik yaklaşımının aynı olmayan oranlarda farklı uygulama sonuçlarını içeren ülke veya bölge ekonomilerine etkisi ile küresel ekonomi üzerinde yarattığı olumsuz etki mevcutken ve görece başarısız uygulama örnekleri varken, çözüm önerisi açısından yabancı sermaye hareketlerinin yapısal analizi ve

yarattığı reel ekonomik etkinin neden olduğu dış denge sorunun nesnel koşularının araştırılmasının kritik önemi vardır.

Konuya Türkiye ekonomisi açısından genel hatlarıyla bakıldığında 1980 sonrası Türkiye ekonomisindeki liberalleşme politikaları ve özelikle 1989 yılında yürürlülüğe giren kambiyo mevzuatı sonrası yabancı sermaye hareketleri ülke ekonomisini kendi iç ve dış ekonomik koşularında etkilemiştir. Türkiye ekonomisinin temel makroekonomik göstergelerinin sermaye hareketlerinden ne derece etkilendiği kadar dış denge sorunu açısından sermaye hareketlerinin finansal kesim ve doğrudan yabancı yatırımlar aracılığı ile verimli yatırımlara kaynak, bilgi ve teknoloji akışının sağlandığın göstergesi olarak dış kaynak aktarım dinamiklerinin reel ekonomiyi nasıl etkilediğinin de ortaya konulması gerekmekedir.

Yabancı sermaye hareketleri ile ilgili alternatif argümanların varlığı ile değişik uygulama örnekleri ve aynı uygulamaların farklı sonuçları nedeniyle bütünsel ve/veya örneklem analiz yöntemleriyle yabancı sermaye hareketlerinin dış denge sorununa yönelik ekonomik etkilerinin ortaya konabilmesi güçleşebilmektedir. Ancak çok boyutlu konuyla ilgili ortaya konabilmesi hiç de kolay olmayan somut politika önermeleri, ülke örneklerindeki veri setleri ile gerçekleştirilecek ampirik analizlerin sonuçlarının izlenmesi ve bu sonuçlar ile desteklenmiş detaylı sanayileşme ve teknolojiye dayalı uygulanabilir iktisat politika demetlerinin ancak bir kısmına perspektif oluşturulabilecek kapasitede olabilir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE HAREKETLERİ İLE İLGİ TEMEL KAVRAMLAR ve TEORİK ARKAPLAN

1.1.Sermaye Hareketleri ile İlgili Temel Kavramlar

Küreselleşme, kapitalist yaşam tarzı diğer bir ifade ile piyasa sistemi, dış ticaretin serbestliği, tüketim ve tüketici tercihlerinin önceliğinin dünyada yaygınlaşması olarak ifade edilirse bu kapitalizmin en üst aşaması anlamındadır. Emeğin serbest dolaşımının tam sağlanmadığı ancak sermayenin küreselleştiği dünyada, kapitalizm küreselleşmeyi ifade eder[1]. Diğer bir ifade ile kapitalizmin küreselleşmesi ifadesini sermayenin küreselleşmesinde bulur. Bu çerçevede sermaye hareketinin serbestliği sermaye dahil tüm üretim faktörlerinin en avantajlı şekilde kullanımının sağlanmasını ve bu avantajlar ile elde edilebilecek daha yüksek kazançları içermektedir.

Ülkelere yönelik yabancı sermaye girişleri finansal sistemlerindeki serbestleştirilmeye bağlı olarak yön almakta ve ödemeler bilançosunun bir kalemi olarak gösterilmektedir. IMF'in ödemeler bilançosu istatistiklerinde ülke içine sermaye hareketleri; mevcut sermayeye yapılan eklemeler, ödemeler bilançosunun sermaye hesabına girişler ve kredi açılması ile bir ülkeye yapılan hibe yardımları olarak değerlendirilmektedir. Bu kapsamda bir ülkeye sermaye transferi Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY), Portföy Yatırımları (PY) ve banka ödünçleri gibi kısa vadeli ve uzun vadeli yatırımların toplamı ile diğer ticari krediler ve IMF'den alınan borçları içeren diğer yatırımlar şeklinde gerçekleşmektedir.

Vade bakımından sınıflandırma yapılırken, yabancı sermaye kalemleri, kısa vadeli kaynaklar ve uzun vadeli kaynaklar olarak ikiye ayrılarak da incelenebilmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynaklar içinde, kısa vadeli yatırımlar ve PY; uzun vadeli yabancı kaynaklar olarak ise, uzun vadeli yatırımlar ve DYY olarak değerlendirilmektedir[2]. Uluslararası yabancı sermaye uzun vadeli olarak DYY ya da PY şeklinde bir ülkeye girebilmektedir. Ancak PY için gelen fonların bir kısmı uzun, bir kısmı kısa vadeli yatırım amaçlıdır. Bu çalışmada kısmen vade yapılarını da içinde barındıran IMF

[1] Mahfi Eğilmez, **Küresel Finansal Kriz:** Piyasa Sisteminin Eleştirisi, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2009, ss.44-46.

[2] Ali Alp, Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye, İstanbul, **İMKB Yayınları**, 2002, s.123.

yaklaşımı göz önüne alınmış ve sermaye hareketlerini oluşturan DYY ve PY ayrımında konu ele alınmıştır.

1.1.1.Sermaye Hareketlerinin Türleri ve Farkı

PY, yerli ve uluslararası piyasaların her ikisinde birden, firmaların ya da hükümetlerin hisse senedi çıkarmaları ile tahvil ve bono satışlarıyla oluşmaktadır. PY ise hisse senedi, tahvil ve bono gibi sermaye piyasası araçlarına ülke dışından yapılan yatırım ve piyasalararası veya uluslararası yatırım şeklinde olabilir[3]. PY'nın bir kısmı kısa vadede ülkeyi karları ile beraber terk ederken, bir kısmı da ülkede kalıp yatırımını sürdürebilir.

Kısa vadeli olan PY, kısa vadeli öz sermaye (varlık) ya da kısa vadeli borçlanma araçlarıdır. Hem vade yapılarının kısa olması hem de likite dönüştürülebilir olmaları, kısa vadeli kaynakların istendiğinde ülkeyi terk edebileceği anlamına gelmektedir. Bu anlamda kısa vadeli sermaye hareketlerinin sıcak para hareketi olduğu yönünde yaygın görüş hakimdir. Ancak bazı çalışmalarda PY ve net hata noksan kalemi de sıcak para tanımı içinde yer almaktadır[4]. Ülkeyi karları ile beraber kısa vadede terk eden PY spekülatif sermaye hareketleri niteliğindedir.

Kısa vadeli sermaye hareketleri olarak sayılan araçlar, sermayenin sebestleşmesiyle birlikte çeşitlenmiştir. Bu amaçla bir ülkeye giren PY; döviz tevdiat hesapları, hazine bonosu, bankaların repo işlemleri, ikinci el tahvil piyasası ve hisse senetleri gibi piyasalarda değerlendikten sonra daha yüksek kar elde edebileceği ülkelere gitme eğilimindedir. Bu durumda bir ülkeye gelen PY'ı karıyla birlikte ülkeden çıktığında, döviz çıkışı yaşanır[5]. PY' nın kar etmeye devam edeceğine inanıldığından, sermaye ülkede kalır ve kısa vadeli olanına kıyasla göreceli daha uzun vadeli bir yatırımdır.

DYY bir ülkede yerleşik kişi ya da tüzel kişiliklerin bir başka ülkede kalıcı ekonomik çıkar elde etmek amacındadır. Kalıcı çıkar kavramı yabancı sermaye yatırımcısı ile yatırım ve yatırımın kontrolü konularında uzun dönemli bağımlılığı ifade

---

[3] Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat:** Teori Politika ve Uygulama, Güzem Yayınları, İstanbul, 2001, s.578-579.

[4] Yasemin Türker Kaya, Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği, **Devlet Planlama Teşkilatı**, Yayın No:2487, Ankara, 1998, s.19.

[5] Nur Keyder, **Para: Teori, Politika, Uygulama,** Bizim Basımevi Yayınları, Ankara, 2000, ss.17-30.

etmektedir[6]. Bu kapsamda DYY, firmaların merkezlerinin bulunduğu yer dışındaki ülkelere, firma satın alma, yeni kurulacak bir firmaya kuruluş sermayesi sağlama veya mevcut bir firmanın sermayesini artırma yoluyla kendine bağlı duruma getirmesi şeklinde yaptıkları yatırımlardır[7]. DYY ülkeye yabancı para olarak giriş yapabileceği gibi, üretim için gereksinim duyulan makine, teçhizat ve altyapıyı yatırımları olarak da gelebilir. Ayrıca DYY lisans, işletmecilik ve yönetim bilgisi gibi hizmetleri de kapsayabilmektedir. Genel olarak DYY çokuluslu firmalar (ÇUF) tarafından yapılmakta ve bu giriş şekillerinin belli bir orandaki bileşiminden olmaktadır.

OECD normlarına göre ise DYY, şahıslar ya da şirketlerden oluşan yabancı bir yatırımın şirketleşmiş ya da eşiti bir işletmedeki en az %10 oranında temsil gücüne sahip olduğu yatırımları kapsamaktadır. Bazı ülkelerde ise yabancı yatırımın, DYY olarak tanımlanması için yönetim kurulunda temsil ve politika oluşturma sürecine katılım ile firmalar arasında somut ilişkinin olması, yerli ve yabancı personel arasında yer değiştirebilme ile teknik bilgi ve tedarikinin sağlanabilmesi, uzun dönemli borçların yatırım yapılan firmaya mevcut piyasa oranlarından düşük oranlarda sağlanması gibi unsurların aynı anda bulunması yeterli sayılmaktadır. Bu göre ise DYY, "bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırmak yoluyla o ülkede bulunan firmalar tarafından diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır" [8] şeklinde tanımlanmaktadır.

DYY, ülkeler arasında sermaye transferlerinin bir piyasa işlemi olmadan bir ülkeden diğerine aktarılması şeklinde olmaktadır. Böylece, yabancı sermaye yatırımının iki boyutu ortaya çıkmaktadır[9]: Bunlar; sermaye yatırımı olarak dışarıdan içeriye fon aktarımı ve ortak olarak firma yönetiminde söz sahibi olmaktır. Sermaye piyasalarının gelişmişliğine bağlı olarak sanayileşmiş ülkelerde birinci boyut ön plana çıkarken, dış fon aktarımları sağlam bir kurumsal temele oturmamış, zayıf ve çeşitlenmemiş sermaye piyasasına sahip ya da bu türden piyasaları hiç olmayan, ekonomisi ve firmaları uluslar arası piyasalarda zayıf olan ülkelerde, ikinci boyut göreli

---

[6] Hayrettin Demircan, "Dünya'da ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri", **TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı**, Araştırma ve İnceleme Dizisi, No.35, Ankara, 2003, s.2.

[7] Seyidoğlu, a.g.e., 2001, s. 231.

[8] Rıdvan Karluk, **Uluslararası Ekonomi:** Teori ve Politika, 6. Basım, İstanbul: Beta Yayınları, 2002, s.466.

[9] Nihat Batmaz ve Halil Tunca, **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye** (1923–2003), Beta Basım, İstanbul, 2005, s.5.

olarak ön plana çıkmaktadır. Yabancı bir pazara girmeyi düşünen bir firmanın önünde üç farklı seçenek bulunmaktadır: İlki; ticaret konu malları kendi ülkesinde üretip yabancı bir ülkeye satmak kaydıyla ihracat yapmak, ikincisi; piyasasına girmek istediği ülkedeki bir firmaya kendi teknolojisini, marka ismini kullanmasına izin vererek lisans anlaşması yapmaktır. Sonuncusu ise bu piyasaya doğrudan sermaye yatırımını gerçekleştirmektir[10]. Bu hali ile DYY ya tamamen yeni yatırımlar ya da şirket evlilikleri ve satın almalar yolu ile gerçekleşmekte ve her biri farklı etkilerini de beraberinde getirmektedir.

İki ülke arasında sermaye yatırımlar yatay ve dikey olmak üzere iki grupta ele alınmaktadır. Yatay yatırımlar, bir firmanın yatırım yapılan ülkelerde kendi ülkesindeki üretimin aynısını gerçekleştirdiği yatırımlardır[11]. Böylece yatırım yapılan ülkedeki bağlı şirkete sermaye ile birlikte üretim için gerekli teknoloji, teknik yardım ve işgücü transfer edilerek bağlı şirketin, ana firmanın üretim stratejisi doğrultusunda üretim yapması sağlanır. Dikey yatırımlar ise, yatırım yapılan ülkede, menşe ülkelerdeki ürünlerin işlenmesi ve satışı ile ilgili olarak ileriye ve geriye dönük şekilde yapılan yatırımlardır. Geriye dönük yatırımlar, daha çok doğal kaynakları işletmek için kurulurlar. Özelliklerine göre kendi sanayi üretimleri veya dünya pazarları için gerekli hammaddelerin çıkarılması, işlenmesi ve satışı faaliyetlerinde bulunurlar. İleriye dönük yatırımlar ise ya ana şirketin yabancı ülkelerdeki satış faaliyetlerini düzenlemek ya da ana şirketin bulunduğu ülkenin pazarlarının sınırlı olması nedeniyle diğer ülkelerde yatırım yapma zorunluluğundan doğan yatırımlardır[12].

DYY ve PY'nın ikisi de uluslararası nitelik taşımakla birlikte, DYY'ı PY'dan farklı olarak iki önemli ayırt edici özellik taşımaktadırlar[13]. İlki; doğrudan yabancı yatırımlarda, yatırım ve üretim süreci tamamen veya yerli bir firma ile ortaklık durumunda kısmen, yatırımı yapan şirket tarafından belirlenir. PY ise şirket hisse senedi veya tahvil almak suretiyle yönetime doğrudan katılma hakkını elde edemez. İkincisi; doğrudan yabancı yatırımda, yatırımcı nakdi sermayenin yanı sıra makine donanımı, yönetim bilgisi ve nitelikli işgücü desteği sağlayabilirken PY sağlayanın sermaye dışında bir katkısı söz konusu olamaz.

---

[10] Batmaz ve Tunca, a.g.e., s.6.

[11] Ahmet Selamoğlu, "Yabancı Sermaye", **Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü**, Ankara, 1985, s.6.

[12] Devlet Planlama Teşkilatı, "Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı", **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyon Raporu**, Ankara, 2000, s.3.

[13] Seyidoğlu, a.g.e., 2001, s.568.

1.1.2.Ekonominin Serbestleştirilmesi ve Sermayenin Küreselleşmesi

Yatırım ile mal ve hizmet değişim işlemlerinin tam rekabet koşullarına uygun olarak yapıldığı piyasa ekonomisinde, arz ve talep temel belirleyici olarak kabul edilir. Devletin ekonomiye müdahalesi yalnızca ya söz konusu değildir ya da sadece düzenleyici niteliktedir. Bu serbest piyasa ekonomisine geçiş için öneriler ise bütçenin denkleştirilerek fiyat, faiz ve döviz kurları üzerindeki kontrollerin kaldırılması, yerli piyasaların dış rekabete açılması, finansal kesimin serbestleştirilmesine yönelik köklü değişiklikler yapılması ve finansal teşvikler ile sermaye hareketlerinin kolaylaştırılmasıdır. Bu çerçevede en genel anlamda ekonominin serbestleştirilmesinin iki temel ayağından birini dış ticaret diğerini de finansal kesim oluşturmaktadır.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi kapitalizmin küreselleşmesinin de önünü açan temel olgudur. Sermaye hareketleri sadece borç alıp verme ve faiz oranı etkisiyle değil aynı zamanda GOÜ hisse senedi piyasasının karlı bir yatırım aracı olması ve bu ülkelere yapılacak DYY'dan elde edilebilecek getirinin yüksekliği nedeniyle de gerçekleşebilmektedir. Kısaca sermayenin getirisi nerede yüksek ve risk faktörü nerede düşükse sermaye oraya hareket edecektir. Üretim sürecinde kullanılan üretim faktörlerinden olan sermayenin faiz ya da getiri karşılığı serbest dolaşımı onun getirisi yüksek olan yere hareket etmesine neden olacaktır. Bu nedenle ekonomin küreselleşmesi ile birlikte sermayenin serbestleşmesi de doğal kabul edilebilir. Sermayenin bu getiri güdülü rasyonel hareketine ilave olarak kaynak ihtiyacının varlığı da bu görüşe destekler niteliktedir.

1.1.2.1.Dış Ticaretin Serbestleştirilmesi

Dış ticaretin serbestleşmesi, ithalat ile ihracat üzerindeki engellerin kaldırılmasını kapsamaktadır. Diğer bir değişle ülkeye giriş yapacak mallar üzerindeki kota ve niteliksel engellerin kaldırılması, gümrük vergilerinin ve diğer maliyetlerin azaltılması, ülke parasının gerçek değerini bulması için ekonomik serbestleştirme önlemleri ile yerli mal fiyatlarının dünya piyasasında rekabet edebilir hale getirilmesini kapsamaktadır[14].

İktisat yazınında dışa açılma, bir ülkenin uluslararası pazarla bütünleşmesi anlamında kullanılan geniş kapsamlı, ama sınırları belli olmayan bir terimdir. İçe dönük

[14] Pfeffermann Guy ve Dale R. Weigel, "The Private Sector and Policy Environment", **Finance and Development**, Vol.25, No.4, December 1998, s.26.

ekonomik yapının dünya ekonomisinden gelen etkilere açılması ve buna göre şekillenmesi amacını içermektedir[15]. Daha önceleri korunan özel kesimin bir kısmı dış ticaretin serbestleştirilmesine ilk aşamada, ticari borçların biriktirilmesi veya ertelenmesi ile kısa vadeli varlıkların likit hale getirilmesi şeklinde karşılık verirken, göreceli olarak daha iyi korunan sektörler buna üretim tercihi ile karşılık verir. Sonraki aşamada firmalar, ticaretin serbestleştirilmesi ve devalüasyonla yaratılan fırsatları değerlendirmek üzere yeni üretim süreçlerini veya ürünleri tercih edip kar getirmeyenleri terk ederek fiziksel olarak yeniden yapılanmaya başlarlar. Bu noktadan sonra büyüyen firmalar açısından sermaye piyasaları da görece ucuz ve önemli bir fon kaynağı potansiyeli halini alır. Sermaye hareketlerinin kapsamı açısından bu alanda geliştirilen teoriler dış ticaretin şekillendirdiği firma temellinde ilerleyen başlıklarda ele alınacaktır.

1.1.2.2.Finansal Kesimin Serbestleştirilmesi

Finansal kesimin serbestleştirilmesi iç ve dış finansal serbestleştirme olmak üzere iki yönlüdür. Bir bütün olarak finansal serbestleşmeden beklenen; faiz oranlarının serbestçe belirlenmesi, faizlerin artması ile tasarrufların artması ve fonların en verimli alanlara kayarak sermaye birikiminin çoğalmasıdır[16].

Temel hipotezleri ve alternatif yaklaşımları finansal serbestleşme teorileri başlığı altında incelenecek olan finansal serbestleşme yaklaşımı; faiz oranları üzerideki kontrollerin, bir taraftan cari tüketimi attırarak tasarrufların oluşumunu engellediği diğer taraftan düşük getirili yatırımların gerçekleşmesine yol açtığı ve oluşan finansal baskının ekonomik büyümeyi destekleyen değil engelleyen bir uygulama olduğu önermeleri temeline oturtulmuştur.

Vergi yoluyla uygulanan finansal teşvikler sermaye piyasalarının arz ve talep yönünü etkilerler. Sermayesinin belirli oranını halka açacak firmaların kurumlar vergisinde tanınacak vergi istisnaları veya finansal giderlerin dönem sonu kardan düşülmemesi firma borç finansmanı teşvikini ortadan kaldıracaktır. Böylece firma özkaynak finansmanına yönlendirilerek piyasadan fon talep edebilecektir. Firma temettü gelirleri üzerindeki yüksek ve sermaye kazançları üzerindeki düşük vergi oranı, hissedarda vergi sonrası sermaye kazançlarından daha yüksek bir getiri beklentisi

---

[15] Gülten Kazgan, **Ekonomide Dışa Açık Büyüme,** İstanbul: Altın Kitapları, 1988, s.32.

[16] Selim Soydemir, "Sermaye Birikimi, Kalkınma ve Finansal Sistem", **SPK-AGD. Araştırma Raporu,** No:9111, s.43.

yaratır. Hissedardaki beklenti yönlü bu tercih yansımasını firma kaynak yapısında göstererek firmayı daha az arz yoluyla, kar dağıtmayarak oto finansmana yönlendirecek ve borcun özkaynağa oranı firma karlılığı ile orantılı olacaktır[17]. Böylece temettü gelirleri ve sermaye kazançları üzerindeki vergiler düşük, kurumlar vergisi oranı yüksek ve dönem karından düşülen finansman giderleri ile vergi avantajı sağlanabiliyorsa hissedar, oluşan finansal kaldıraçtan olumlu etkilenecek ve firma kaynak yapıları borç ağırlıklı olabilecektir.

Yatırımcılara sağlanacak vergi avantajları onların hisse senetlerine olan taleplerini arttırabilecektir. Bunlar önceki paragrafta açıklanan sermaye kazançları üzerindeki vergi istisnaları ve temettü gelirleridir. Vergi avantajları dış finansal serbestleşme ile birlikte yurtdışı talebi de doğrudan etkileyebilmektedir. Ancak yabancı yatırımcılar yatırım yaparken, yatırımın getirisi ile birlikte kur ve siyasi gelişme aşaması risklerini de göz önünde bulundururlar. Bunun yanı sıra dış finansal işlemlerin serbestleştirilmesinde asıl olan yabancı para bulundurmanın serbest olması ve sınırsız dolaşımıdır (convertibility). Yurtiçi yerleşik firmanın yabancı borsalara kote olması ve işlem görmesi ile yabancı bir firmanın yurt içi borsalara kote olabilmesi ve işlem görebilmesi ile yerleşik bir kişinin yabancı, yabancı bir kişinin de yurtiçi borsalarda yatırım ve yabancı para transferi yapabilmesi dış finansal serbestleşme nihai aşamalarıdır[18]. Böylece dış finansal serbestleşme ile faiz oranı ve döviz kurunun finans piyasalarındaki göreli önemi artmış ve reel ekonomideki dışa açılma eğilimleri finansal kesime yansımış olur.

1.2.Finansal Serbestleşme Teorisi ve Alternatif Kuramlar

1980'li yıllara kadar literatürde, finansal sistemin ekonomiyi iktisadi büyüme yoluyla etkilediğini savunulurken, 1980'li yıllardan sonra ise, etkin piyasalar ve piyasaların kurumsal yapısının incelenmesine ilişkin yapılan çalışmalar finansal yapının ekonomik büyümedeki önemi üzerinde genelleşmiştir. Bu çerçevede izleyen alt başlıklarda Finansal Baskı Teorisi (Fnancial Repression Theory, FBT) olarak da bilinen finansal serbestleşmenin temel hipotezlerinin ortaya çıkışı ve tartışmalar sonucu ortaya konan eleştiriler ile alternatif yaklaşımlar ele alınmıştır.

---

[17] Murat Doğu, Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye, **SPK**, No:27, s.30.

[18] M. Kutluğhan Savaş Ökte, "Gelişen Borsalar", (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, İ.Ü. SBE) 1994, s.36.

1.2.1.Finansal Serbestleşmenin Temel Hipotezleri

Analizlerinde tasarruf ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi esas alan neoklasik ve keynezyen yaklaşımlara göre kalkınmanın temel değişkeni yatırımlardır. Bu analizlerde tasarruf oranı dinamik bir biçimde ele alınmakta, yatırım sonucu gelir arttıkça bu oranın da yükseleceği varsayılmaktadır. Bu tür yaklaşımlar, düşük faiz oranlarının, sermayenin marjinal verimliliğini yükseltmek suretiyle, sermaye birikimini ve ekonomik büyümeyi teşvik edeceğini, buna karşın büyük ölçüde gelir düzeyi tarafından belirlendiği kabul edilen tasarrufların olumsuz etkilenmeyeceğini öne sürmektedir. Genel olarak sanayileşmiş ekonomileri temel alan söz konusu analizler doğrultusunda; düşük nominal mevduat ve kredi faiz oranları, gelişmekte olan bir çok ekonomide de kalkınma stratejisinin temel unsurlarından birini oluşturmuştur.

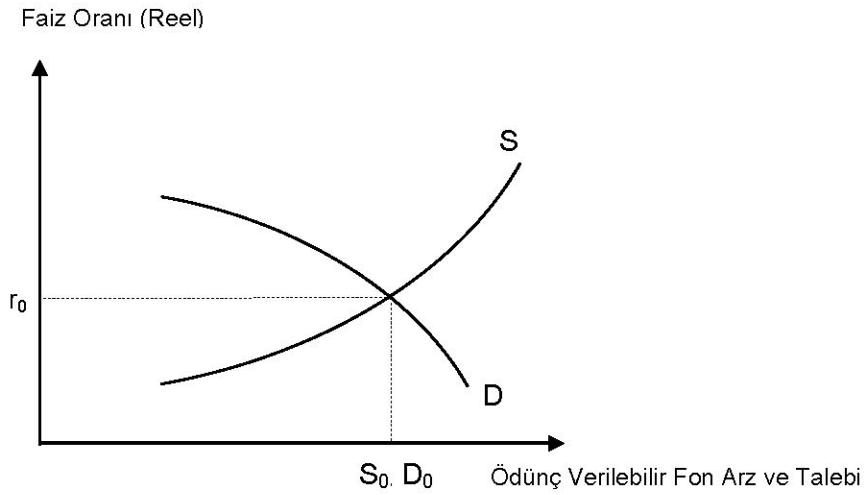
1970'lere kadar uygulanan bu yaklaşımlara ilk ciddi eleştiriyi getiren iktisatçılar Ronald I. Mc Kinnon ve Edward Shaw'dur. Farklı varsayımlardan hareketle benzer sonuçlara ulaşmış bu iktisatçılara göre kalkınmayı sınırlayan temel etken sermayenin düşük marjinal verimliliği değil, yatırımların finansmanı için gerekli tasarrufların ve yatırılabilir fonların yetersizliğidir. Finansal Serbestleşmenin kuramsal çerçevesini oluşturan ve FBT olarak adlandırılan bu yaklaşıma göre finansal serbestleştirmenin GOÜ ekonomilerinde tasarruf oranını arttıracağı ve bu yolla üretken yatırımlara daha fazla kaynak sağlanarak istikrarlı büyümenin sağlanabileceği öne sürülmüştür. Mc Kinnon–Shaw hipotezi olarak da literatürde yer alan FBT Neoklasik yaklaşıma dayandırılmaktadır. Bu nedenle öncelikle ödünç verilebilir fonlar teorisine değinilecektir.

1.2.1.1.Neoklasik Yaklaşım ve Ödünç Verilebilir Fonlar

Neo Klasik yaklaşımda denge faiz oranı, tahvil arz ve talebini eşitleyen faiz oranıdır. Diğer bir değişle faiz haddi, ödünç verilebilir fonların arz ve talebinin eşitlendiği yerde denge noktasındadır. Bunun nedeni ise para arzının faiz haddine karşı duyarlı olmasıdır. Fon açığı veya fon fazlası faiz oranlarındaki değişmelerden kaynaklanır ve denge faiz oranında fon arz ve talebi dengeye gelir.

Ödünç verilebilir fonları; para otoritesi ile bankacılık kesiminin yarattığı satın alma gücü, firma likit değerleri ile ekonomiye katılmayan atıl fonlarının çözülmesi ve halkın tasarrufları oluşturur. Ödünç verilebilir fon talebini ise tüketici kredisi talebi, mevcut tesislerin yenilenmesi ile yenilerinin kurulması ve likidite tercihi belirler. Ödünç

verilebilir fonlar piyasası Şekil:1.1'de de görülebileceği gibi sırasıyla fon arz ve talebini gösteren S ve D eğrilerinin kesiştiği r_o denge faiz oranında gerçekleşir.



Şekil 1.1: Ödünç Verilebilir Fonlar

Kaynak: İlker Parasız, **Modern Para Teorisi,** Ezgi Kitapevi, 1998, s.374.

1.2.1.2.Finansal Baskı Teorisi ve Pozitif Reel Faiz

Mc Kinnon'a göre neoklasik para teorisi varsayımları GOÜ' ler bağlamında büyük ölçüde geçersiz olup, para faktörü sermaye birikimi sürecinde neoklasik anlayıştan daha farklı bir işleve sahiptir. Dış kaynak olanaklarının sınırlı olduğu, yatırımcı ve tasarrufçu arasında anlamlı bir ayrımın olmadığı, yatırımcının büyük oranda otofinansmana dayandığı, fiziki yatırımların bölünmezlik özelliği gösterdiği ve sermaye piyasalarının kusursuz çalışmadığı bir ekonomik yapıda; tasarruf sahipleri, daha yüksek getirili fiziki araçlara yatırım yapacak kaynak düzeyine ulaşıncaya kadar, parasal araçlar yoluyla birikim sağlayacaklardır.

Sermaye piyasalarının yeterince gelişmediği bu tür ekonomilerde bankalar güçlü konumda olup, banka mevduatları en önemli finansal tasarruf araçlarıdır. Banka mevduatlarını sermaye birikimi sürecinde ara bir fonksiyon görmekte, yüksek ve pozitif reel faiz oranlarıyla teşvik edilmekte ve banka mevduatlarına sağlanan yüksek getiri yoluyla parasal birikimin çekici duruma getirilmesi, verimli, büyük ölçekli ve modern teknolojileri içeren yatırım projelerinin gerçekleştirilmesi için gerekli sermaye birikimini olanaklı kılarken, yatırım verimliliğinin artışına da katkıda bulunmaktadır. Böylece para ve fiziki sermaye, sermaye birikimi sürecinin belli bir döneminde, birbirini ikame edici

değil, birbirini tamamlayan araçlardır[19]. Ancak para ve fiziki sermaye arasındaki tamamlayıcılık ilişkisi yatırımları, düşük faiz oranları ile değil yüksek faiz oranları yoluyla mümkün kılmaktadır.

Diğer taraftan fiyat istikrarına yönelik parasal daralmanın üretim ve istihdam üzerindeki kısa vadeli olumsuz etkileri karşısında Mc Kinnon, nominal mevduat faiz oranlarının artırılmasını alternatif bir para politikası aracı olarak önermektedir. Böylece nominal mevduat faiz oranlarındaki artış, mevduat talebini uyarmak suretiyle mali piyasaların reel büyüklüğünü ve mali sisteminin reel kredi hacmini artıracaktır. Bu durum uzun vadede büyümeye, kısa vadede ise işletme sermayesi fonlarının artması sonucu, üretim artışına ve cari toplam talep düzeyinde enflasyonist baskıların azalmasına katkıda bulunacaktır[20]. Dolayısıyla faiz oranlarındaki artış, yatırılabilir fonlardaki artış yoluyla uzun vadede büyümeyi teşvik ederken, ekonomide fiyat istikrarının kısa vadeli uyum sorunlarıyla karşılaşmamasını sağlayacaktır.

Shaw, Mc Kinnon'dan farklı olarak para ve fiziki sermaye arasında bir tamamlayıcılık ilişkisi kurmaksızın yüksek faiz oranlarının yatırımları artıracağını ve sermaye birikimini hızlandıracağını kabul etmektedir. Mevduatlar mali aracı kurumların (temelde bankaların) en önemli fon kaynağıdır. Yüksek ve pozitif reel mevduat faizleri, kredi arzının artmasını sağlayarak yatırımları teşvik eder[21].

1980'li yıllara damgasına vuran ve birçok ülkede uygulama alanı bulan finansal serbestleştirme kapsamındaki iç finansal serbestleştirmenin ilk aşamasını pozitif faiz veya yüksek faiz politikaları olarak da adlandırılan faiz oranlarının serbestleştirilmesi oluşturmaktadır. Ekonomide mali kaynakların etkin kullanımının sağlanabilmesi, sermayenin fiyatı olan faiz oranına piyasa mekanizması içinde işlerlik kazandırılmasıyla mümkün olabilecektir[22]. Mc Kinnon Shaw hipotezine göre faiz oranının üstleneceği işlevler şöylece özetlenebilir; i.Ekonomide faiz oranı ile tasarruf oranı arasında pozitif bir ilişki vardır. ii.Faiz oranının piyasada serbestçe belirlenmesi, sermayenin etkin çalışan mali sistem aracılığı ile rasyonel kullanımına olanak tanıyacaktır. iii.Böylelikle, reel faiz oranındaki artış, ekonomide tasarruf eğilimini

---

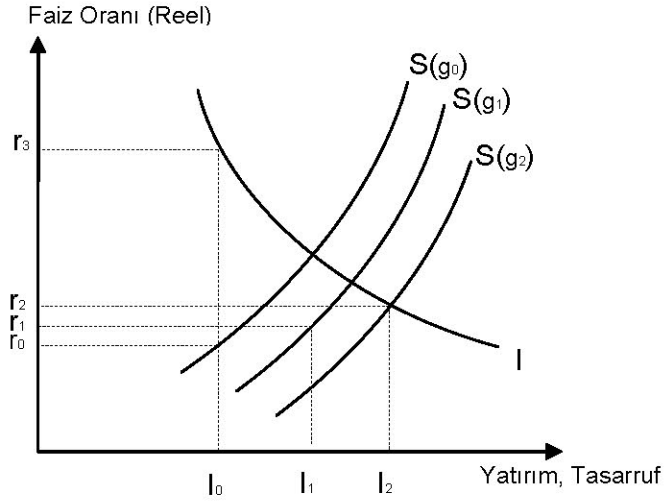
[19] I.Ronald McKinnon, "Money and Capital in Economic Development", **The Brooking Institution**, Washington D.C., 1973, s.68.

[20] Basanat Kapur, "Alternative Stabilization Policies for Less Developed Economies", **Journal of Political Economy**, August, Vol.84, 1976, s.778. erişim:http://www.jstor.org/pss/1831332 (08.11.2008)

[21] Edward Shaw, **Financial Deepening in Economic Development**, New York Oxford University Pres, London, 1973, s.9.

[22] Adnan Büyükdeniz, **Türkiye' de Faiz Politikaları,** Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları, 1991, s.12.

artıracağı gibi fon fazlası olan birimlerin bankacılık sistemine çekilebilmesini sağlayacaktır. iv.Finans piyasalarının etkin çalıştığı varsayımı altında ekonomide karlı/üretken alanlara aktarılabilir fon miktarı yükselecektir[23]. FBT göre, reel faiz oranları ile tasarruf ve yatırım arasındaki ilişki Şekil:1.2' de gösterilmiştir.



Şekil 1.2: Finansal Baskı Teorisine göre Faiz Oranı Tasarruf-Yatırım İlişkisi

Kaynak: G.Gerardo Arrieta, "Interes Rates, Savings, and Growth in LDCs: An Assessment of Recent Empirical Research", **World Development**,1988, s.591.

FBT yaklaşımı, her ekonomik büyüme oranında tasarruflar ile reel faiz oranları arasında pozitif yönde ilişki olduğunu kabul etmektedir. Faiz oranlarının denge düzeyinin altında belirlendiği durumda, r_0 noktasında, gerçek yatırımlar tasarruf miktarının azlığı nedeniyle yeterli düzeyde yapılamamaktadır. Burada kredi faiz oranlarına tavan belirlenerek müdahale edildiğinde, kredi faiz oranlarının r_3 noktasında oluşması engellenerek, krediler üzerinde fiyat dışı kredi tayınlaması gerçekleşmektedir. r_0 faiz oranı noktasının iki önemli sonucu olmaktadır. Birincisi, tasarruflar ve reel kredi arzını belirleyen temel bir faktör olan faiz oranının r_0 gibi denge düzeyinin altında olması, tasarrufların, dolayısıyla yatırımların düşük seviyede kalmasına neden olmaktadır. İkinci sonuç ise, yatırıma yönelen fonlar fiyat dışı mekanizma ile etkin olmayan yatırım alanlarına dağıtıldığından, bu durum hem finansal sistemin hem de ekonominin büyümesini olumsuz yönde etkilemektedir.

Finansal serbestleşme sonucunda reel faiz oranlarının r_1 noktasına yükselmesi ile daha önce finanse edilen düşük getirili yatırımlar tayınlama dışına çıkacak ve

[23] McKinnon, a.g.e., 1973, s.72.

yatırımların ortalama etkinliği artacaktır. Bunun sonucu olarak ekonomik büyüme oranı yükselecek ve tasarruf fonksiyonu $S(g_1)$ noktasına gelecektir. Yeni faiz oranları ile artan tasarruf oranları gerçek yatırımlarda artışa neden olacaktır (I_1). Ekonomi denge noktasına; r_2 reel faiz oranında, yatırımlar ve tasarruflar ise I_2 noktasında ulaşacaktır.

FBT'ye göre, finansal serbestleşmeyle birlikte tasarruflardaki artış, yatırımlar ile arasındaki ilişkinin artırılması suretiyle, finansal aktiflerin toplam büyüklüklerinin ve işlem hacminin artması anlamında finansal derinleşmenin gerçekleşmesini sağlayacaktır[24]. Ayrıca finansal sistemde serbest piyasa ekonomisinin işleyişi hakim olduğunda, daha etkin işleyen aracılık sisteminin oluşacağı ve tasarrufların finansal kurumlarda yoğunlaşmasındaki artış ile birlikte, yatırımlardaki ve kaynak kullanımında da etkinliğin artması beklenmektedir.

1.2.1.3.Dış Finansal Serbestleşme

Ülkelerin finansal sistemlerini serbestleştirmeleri özellikle GOÜ finansal piyasalarının uluslararası piyasalar ile bütünleşme süreçlerine neden olmaktadır. Dolayısıyla yurtiçi finansal piyasaların serbestleştirilmesini dışa dönük finansal serbestleştirme takip etmektedir. Dış finansal serbestleşmenin reel ekonomi ve ekonomi politikası tercihleri üzerindeki etkileri finansal sistemin işleyişi nedeniyle de farklılık içerir. Tek başına yasal düzenlemeler ile bir ülkenin özellikle GOÜ' nin dışa dönük finansal açıklık düzeyi bu yasaların tümüyle uygulanamaması nedeniyle belirlenemeyebilir. Finansal sistemin ve kurumların gelişmemiş olması, kayıt dışı piyasalar ve finansal işlemlerin informel olarak yapılması yasaların uygulanmasını zorlaştırır.

Finansal serbestleşme sürecinde yurtdışı kaynakların da ekonomiye kanalize edilmesi dışa dönük finansal serbestleşmeyi kapsar. Dış finansal serbestleşme üç ana gruba ayrıştırılabilir: İlki, yerleşiklere uluslararası finansal işlemler için yurtdışından borçlanma (özellikle finans ve finans dışı şirketlerin ihracat ve ithalatın finansmanı dışında), yerleşik olmayanlara ise yurtiçi piyasalara serbestçe kredi açma; ikincisi, yerleşiklere sermaye transferine ve dışarıda finansal aktif tutma, yerleşik olmayanlara ise, yurtiçi finansal piyasalarda yatırım yapma; üçüncüsü ise, yerleşikler arasında

[24] Yılmaz Akyüz, "On Fianacial Deepening and Efficiency", **UNCTAD**, No:43, 1992, s.79.

borçlu-borç veren (kreditör) ilişkisinde, banka mevduatları ve banka kredileri gibi işlemlerde yabancı para kullanma izni verilmesidir[25].

Belirtilen üç işlem dış finansal serbestleşmede kesin sıra izlemezler. GOÜ'lerde dış finansal serbestleşmede ilk adım genellikle özel sektörün dışardan borçlanmasına izin verilmesiyle başlamaktadır. Dış finansal serbestleşmenin, yerleşik borçlular açısından yurtiçi ve dış kaynaklı fonların birbirlerini ikame olanaklarını artırması, benzer şekilde kredilerin yerli ve yabancı para cinsinden yapılabilmesine olanak tanıması nedeniyle; yurtiçi finansal aktif fiyatları, faiz oranları ve döviz kurları üzerinde önemli etkileri olmaktadır[26]. Dış finansal serbestleşmenin en önemli etkilerinden biride ülke iktisat politikaları özerkliğine kısıt getirmesidir. Dış finansal serbestleşmenin yarattığı ekonomik etkileri dış denge sorunsalı çerçevesinde ikinci bölümde ayrıntılı olarak incelenecektir.

1.2.2.Finansal Serbestleşmeye ilişkin Eleştiriler ve Alternatif Kuramlar

1970'li yıllardan itibaren kabul gören ve 1980'lerde birçok GOÜ'de uygulanan Mc Kinnon Shaw tezinin, birkaç istisna dışında beklenen sonuçları yaratmaması 1990'lı yılların başında, başta yine Mc Kinnon olmak üzere neoklasik iktisatçıları, yüksek faiz oranlarının yarattığı finansal ve makroekonomik istikrarsızlığın etkilerini tartışmaya zorlamıştır. neokeynezyen kavramlar yardımıyla yapılan analizler sonucu; reel ve finansal piyasaların uyum hızları farklı iken, finansal piyasaların mal piyasaları ile aynı tarzda ve aynı anda serbestleştirilemeyeceği görüşü ön plana çıkmıştır[27].

1980'li yıllar boyunca finansal serbestleşme teorisine en kapsamlı eleştirileri yönelten Yapısalcı Okul, finansal serbestleşmenin stagflasyona ve borç verilebilir fonlarda azalmaya yol açtığını ve dolayısıyla büyümeyi engelleyeceğini iddia etmiştir. Keynesyen iktisatçılar ise, finansal serbestleşmede zamanlama, sıralama ve uygulamanın önemini vurgulayarak, bu unsurların dikkate alınmadan yapılacak finansal serbestleşmenin spekülatif faaliyetleri körükleyeceği ve çarpık bir büyümeye yol açacağını öne sürmüşlerdir. Bu eleştiriler ve eleştirilerinde barındırdıkları alternatif

---

[25] Yılmaz Akyüz, "Financial Policies in Developing Countries: Issues and Experience", **UNCTAD Disscussion Paper,** No: 40, August., 1991, s.21.

[26] Oğuz Esen, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım", **İşletme Finans**, Nisan, 1998, s.25.

[27] Oğuz Esen, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Yatırımlarının Etkileri", **Ekonomide Durum**, TÜRK-İŞ Araştırma Merkezi, 1997, s.157.

yaklaşımlar Yeni Keynezci, Post Keynezci, ve Yapısalcı Kuram başlıkları altında incelenecektir.

1.2.2.1.Yeni Keynezci Kuram

Finansal serbestleşme kuramına, liberalleşmeyi uygulayan ülkelerin amprik sonuçlarından hareket ederek Keynezci analiz araçlarını kullanarak değerlendiren Yeni Keynezci Kuram, temel olarak finansal ve reel piyasalar arasındaki farklılıklardan yola çıkarak finansal piyasalardaki fon arz ve talep eden iktisadi ajanların davranış kalıplarını analiz etmişlerdir.

Yeni keynezci kuramın temel argümanları dört ana başlıkta ele alınır. Bunlar; i.Piyasalarda bilgi akışı asimetriktir. ii.Mal ve finans piyasalarında denge oluşumları ve ayarları farklıdır. iii.Ödünç verilebilir fonlar, hatalı/negatif seçim (adverse selection) nedeni ile kredi tayınlamasını zorunlu kılmaktadır iv.Ahlaki risktir (moral hazard).

Neoklasik iktisadın temel varsayımları üzerine kurulan FBT, fiyat mekanizmasının iktisadi karar birimlerine, ilgili bilgileri tam olarak aktardığı varsayımı altında piyasalarda iletişim etkinliği olduğunu öne sürmektedir. Aynı bilgilere sahip iktisadi birimlerin geleceğe ilişkin beklentileri de aynıdır. Stiglitz FBT'nin, neoklasik iktisadın, bilginin dışsal olduğuna ve ekonominin içinde mükemmel ve maliyetsiz bir dağılıma sahip olduğuna ilişkin görüşlerini reddetmekte, piyasada pareto etkinliğinin gerçekleşemeyeceğini vurgulanmaktadır[28]. Yeni keynezci kuramda, neoklasik kuramın piyasalarda öğretinin tam ve mükemmel işleyişi varsayımının aksine, finansal piyasalarda risk ve belirsizliğin olduğu ileri sürülmektedir.

Finansal piyasalarda oluşan fiyatların, mal piyasalarında oluşan fiyatlarla ilişkilendirmenin yanlıştır. Finansal piyasalarda oluşan fiyatlar, spekülatif nitelik taşıdığı için önemli ölçüde geleceğe ilişkin bekleyişleri içermektedir. Mal piyasalarında çok sayıda iktisadi ajan homojen bir malı alıp satarlar. Satıcının malı teslimi ve alıcının ödemesi eşanlı olarak yapılır. Finansal piyasalarda ise, kredi verme işlemi şimdi yapılırken, geri ödeme işlemi gelecekte yapılır. Borçlunun borcunu ödeyip ödememesini belirleyecek objektif bir ölçüt bulunmamaktadır. Borcun vadesi dolduğunda borçlunun ödemek zorunda olduğu tutar ile ödenen miktar arasındaki fark,

[28] Joseph E. Stiglitz, "The Role of State in Financial Markets", Proceedings of the World Bank Annual Conferences on Development, **World Bank**, 1994.

borcun geri ödenmemesi ile ilgili belirsizliğin bir sonucudur[29]. Ayrıca finansal piyasalar ile mal piyasalarında fiyatların ayarlanma hızları da birbirinden oldukça farklıdır.

Farklı sektörlerdeki iktisadi karar birimlerinin aynı bilgiye ulaşmak için farklı maliyetlerle karşılaşmaları, bilgi dağılımının mükemmel olmayışına ilişkin gözlemler diğer değişle "asimetrik bilgi dağılımı" olarak adlandırılan aksak yapı, yeni keynezcilerin ileri sürdüğü bir diğer argümanı oluşturmaktadır. Özellikle az gelişmiş ülkelerde asimetrik bilgi dağılımının finansal piyasalarda yarattığı aksak yapının ortaya çıkardığı temel sorunları ise, hatalı seçim (adverse selection) ve ahlaki risktir (moral hazard) [30].

Asimetrik bilgi, piyasada heterojen ajanların bulunmasından kaynaklanan belirsizlikler nedeniyle oluşan, belirli bilgi düzeyinde; piyasanın bir tarafının (alıcı) diğer tarafından daha iyi bilgiye sahip olmasıdır. Piyasada söz konusu olan belirsizlik, piyasaların arz ve talep tarafında simetrik değildir. Az bilgili olan taraf, karşı taraftan daha iyi bilgiye sahip olduğunu bilmektedir. Asimetrik bilgi, finansal piyasalarda, ödünç alanlar açısından negatif seçim ve ahlaki risk nedeni ile ödünç verenlerin getirilerinin olumsuz yönde etkilenmesine neden olan etkinsizlikleri yaratmaktadır[31]. Ödünç alanların, projelerin beklenen getiri/risk konusunda tam bilgiye sahip oldukları varsayılır. Ödünç verenler bu bilgiyi elde edilemez. Bunun yerine bu kısıtlı bilgi ile ödünç alanların, ödeyememe olasılığını dikkate alarak, kredi faiz oranı ve beklenen getiri arasında fonksiyonel ilişki hesaplarlar.

Faiz oranları yükseldiğinde asimetrik bilginin yarattığı olumsuzluklar daha fazladır. Yüksek faiz oranlarının söz konusu olduğu koşullarda ödünç verenler, kredi için başvuranların ortalama kalitesinde bozulma ile karşılaşırlar. Eksikliği bilgi nedeniyle ödünç verenler, ödünç alanlar havuzundan tesadüfen seçim yapmak ve piyasa faiz oranından kredi kullandırmak veya tüm talepleri karşılamak zorunda kalmaktadırlar. Bu durum negatif seçim olarak adlandırılır[32]. Bu problem finansal piyasaları ve teknolojileri

---

[29] Rudiger Dornbusch, "Expectations and Exchange Rate Dynamics", **Journal of Political Economy**, Universitey of Chicago Pres, Vol.84, 1976, s.1161. Erişim: http:/www.idas.repec.org/a/bla/ausecp/V27y1988i0p61-88.htm (22.03.2008).

[30] Sanford J. Grosman ve Joseph E. Stiglitz, "Information and Competitive Price Systems", **AEA**, May, Vol.66, No:2., 1976, s.247.

[31] Hans Van Ees ve Harry Garretsen, "The Right Answers to The WrongQuestion? An Assessment of The Microfoundations Debate", **De Economist,** Vol:138, Springer Netherlands, 1983, s.34. Erişim: http://ideas.repec.org/a/bla/germec/v5y2004i2p119-138.html erişim (23 03 2008).

[32] George A. Akerlof, "The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism", **Journal of Economics**, 1970, s.493.

daha az gelişmiş olan az gelişmiş veya GOÜ' de daha yoğun biçimde yaşanmaktadır[33]. Kredi rating firmaları potansiyel ödünç alanlar üzerine bilgi sunamazlar veya alamazlar.

Asimetrik bilginin neden olduğu negatif seçim probleminin, ödünç verenler cephesindeki yansıması kredi tayınlaması uygulamasıdır. Borçluların kendi projelerinin beklenen getirisi ve riski konusunda tam bilgiye sahip oldukları, borç verenlerin borçlulara ait bu bilgilere sahip olmadıkları ortamda borç verenler, borçluların beklenen getiri ve risklerine ilişkin olasılık dağılımı konusunda bilgi sahibi olma eğilimine girerler[34]. Bu sınırlı bilgi çerçevesinde de borcun geri ödenmemesi olasılığı dikkate alınarak kredi faiz oranı ve beklenen getiri arasında bulunabilecek olan fonksiyonel ilişkiyi değerlendirirler.

Faizlerin yükselmesine bağlı olarak daha da önem kazanan asimetrik bilgi sorununun borç veren açısından yarattığı en önemli problem kredi başvurularındaki ortalama kalitenin düşmesidir. Yukarıda da vurgulandığı üzere, beklenen getirileri ve risk düzeyleri düşük olan projelerin yüksek borçlanma maliyetinde gerçekleşme şansları giderek azalmaktadır. Bunların yerine beklenen getirisi yüksek, risk düzeyi düşük ve/veya yüksek projelerin realize olma şansı artmaktadır. Yani ihtiyatlı projeler, yüksek faizler dolayısıyla değerlendirme dışı kalmaktadır. Düşük ve yüksek riskli projeler arasında optimum seçimi yapmayı engelleyen ve yanlış seçimlere neden olan bu süreç karşısında ödünç verenler tarafından, ödünç alanlar havuzundaki kalitenin kötüleşmesi önlenmeye çalışılmaktadır. Kredi tayınlaması olarak tanımlanan bu eğilim ödünç veren tarafından faiz oranlarının sınırlanması suretiyle gerçekleştirilmektedir. Ödünç verenlerin asimetrik enformasyona bir tepkisi olarak tanımlanabilecek kredi tayınlaması sonucunda cari faiz oranında talep fazlasının ortaya çıkmaktadır.

Kredi tayınlaması, piyasa faiz oranında fazla kredi talebinin olduğu şeklindeki problemlere ve ödünç verenlerin asimetrik bilgisine karşı rasyonel bir tepki olarak kabul edilmektedir[35]. Şekil:1.3'de temel statik Yeni keynesyen kredi tayınlaması gösterilmektedir. Şekil:1.3(A)'da ödünç alanlar havuzundaki ortalama kalitedeki kötüleşmeye bağlı olarak, kritik faiz oranının yükselişinden dolayı belli bir noktadan

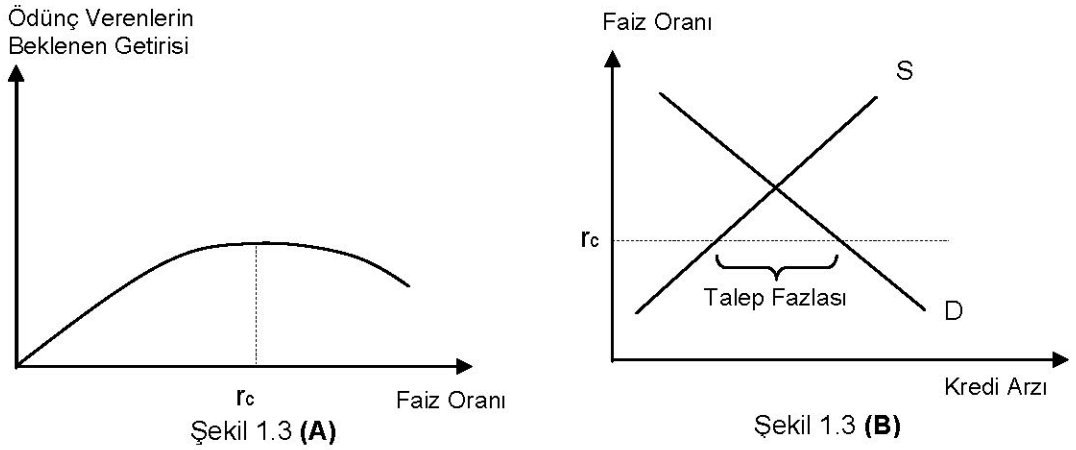
---

[33] Joseph E. Stiglitz, "Market, Market Failures and Development", **AER** Papers and Proceedings, Vol.79, No:2, 1989, s.198.

[34] Joseph E. Stiglitz ve Anderw Weiss, "Credit Rationing in Markets With Imperfect Information", **AER**, Vol.71, No:3., 1981, s.248.

[35] Ilene Grabel, "Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World", **International Review of Applied Economics**, 1995, s. 133

sonra kredinin beklenen getirisinin ve dolayısıyla da kredi faiz oranının beklenen getirisinin düşmesi Şekil:1.3(B)'de ise piyasa faiz oranında, borç verilebilir fonların fazla talebi gösterilmektedir.



Şekil 1.3: Yeni Keynezyen (Statik) Kredi Tayınlaması

Kaynak: Ilene Grabel, "Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World", **International Review of Applied Economics**, 1995, s.133.

Asimetrik bilgi sonucu oluşan bilgi eksikliği, Ödünç verenlerin ödünç alanlar hakkında risklilik düzeyine ilişkin bilgilere işlem öncesinde yeterince ulaşamamaları ve ellerindeki eksik bilgi düzeyi ile kredi vermek zorunda kalmaları, nedeniyle bankalar sürecin başından itibaren belli bir riski üstlenmektedirler. Bu sürecin devam etmesi, bankaların risklilik düzeyini artırmaktadır. Ghandi kredi piyasasında artan riske karşı banka davranışını, yani kredi tayınlamasını, bankanın getiri oranına bakmaksızın sadece güvenilir gördüğü firmalara kredi açıp, diğerlerine plasman yapmaması şeklinde tanımlamaktadır[36]. Bankaların kredi havuzundaki riskliliği azaltmak üzere kredi tayınlaması yapması, exante (planlanan-işlem öncesi) gerçekleşmektedir. Bu gelişme, finansal kurumların kredi tayınlayarak belirli alanlarda uzmanlaşmalarına yol açacak böylece bir anlamda ayrılmış finansal piyasalar yaratılmış olacaktır[37]. Bankaların fon aktarımı gerçekleştikten sonra (expost) fon kullananların faaliyetlerini izleyememesi nedeniyle oluşan eksik bilgi faaliyetin devam etmesiyle ahlaki riske dönüşür. Bu risklilik, bankaların aktif yapısını değişecektir. Risk yükseldiğinde düşük kaliteli hale gelen aktif yapılı bankalar, daha fazla risk üstlenip, rasyonel olmayan şekilde borçlanarak riskli hale gelen bir pasif yapıyı da taşımaya çalışacaktır. Riskin süreklilik kazanması sonucu

[36] Ved P. Ghandi, "Supply Side Tax Policy: Its Relevance to Developing Countries", **Washington D.C.: International Monetary Fund - IMF**, 1987, s.72.
[37] Stiglitz ve Weiss, a.g.e., 1981, s.251.

bankacılık kesimi bilanço risklerini artıracak ve finansal kırılganlığı yaratan finansal krizlerin de temelini oluşturacaktır.

Yeni keynezci kuramda, bankaların basiretli davranmak için minimum net sermayeye sahip olmaları gerekir. Eğer bankacılık sektörüne giriş serbest ise, bir bankanın net sermayesi basiretli davranması için gerekli sermayenin altına düşebilir, hatta negatif sermayeye sahip olabilir[38]. Sonuçta bir banka daha düşük veya negatif sermayeye sahipse artan finansal rekabet sonucu piyasada kalabilmek için daha riskli projeleri destekleyecek ve aşırı bankacılık yapacaktır. Düşük veya negatif sermayeli bankaların daha fazla riskli projeleri destekleyeceği, eğer yabancı bankalar yurtiçi bankalardan daha yüksek sermayeye sahipse ve ekonomiye giriş kısıdı yoksa bu rekabet karşısında yurtiçi bankalar minimum negatif sermayenin altına düşebileceği ve daha riskli faaliyetleri teşvik eder hale gelebileceği beklenebilir. Finansal istikrarı sağlamak için bankaların minimum net sermayeye sahip olmaları gerekir[39]. Bütün bu unsurlar dikkate alındığında yurtiçi bankacılık sisteminin uluslar arası rekabetten geçici olarak korunması gerekmektedir.

1.2.2.2.Post Keynezci Kuram

Teorik kaynağını ve analiz araçlarını Yeni Keynezci kuram gibi Keynezci teorinin oluşturduğu post keynezci kuram, spekülasyon önderliğinde büyüme yaklaşımı eşliğinde, yeni keynezci kuramın negatif seçim ve kredi tayınlaması kavramlarının yeniden yorumlanışını ile ortaya çıkmıştır. Post ve yeni keynezci kuramlar, Keynez orijinli olmalarına rağmen modellerinde, bilgi ve dinamikler açısından, iki noktada birbirlerinden farklılaşmaktadırlar.

Post keynesyen kuram, asimetrik bilgiden kaynaklanan yeni keynesci kuramdaki belirsizliğin sadece fon arz edenlere özgü olduğu görüşüne karşıdır ve finansal piyasalardaki belirsizliğin hem fon arz edenler hem de fon talep edenleri için geçerli olduğunu, bu belirsizlik nedeniyle piyasada tam bilgiye sahip olunamayacağını öne sürülmektedir[40].

---

[38] Bruce Greenwald ve Joseph E. Stiglitz , "New and Old Keynesians", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 7, No:1,1993, s.31.

[39] Greenwald ve Stiglitz, a.g.e., s.33.

[40] H.Van Ees ve H. Garretsen, "Financial Markets and the Complementarity of Asymmetric Information and Fundamental Uncertainty", **Journal of Post Keynesian Economies**, Vol.16, 1993, s.40.

Finansal piyasalarda endojen bekleyişler yatırım projelerinin şimdiki ve gelecekte beklenen getiri/risk ile ilgili temel belirsizliklerinden meydana gelir. Piyasadaki rasyonel ajanlar karar alma sürecinde bu yapıdan etkilenir. Ancak bu yaklaşım Yeni Keynezci kuramda olduğu gibi statik değildir. Ajanlar rasyonel yatırım değişikliklerini değerlendirirler. Değişmeler piyasa katılan ajanların eylemleri tarafından değiştirilir. Spekülatif heyecanla oluşan bu baskı, katılan ajanların kar amaçlı faaliyetlere rekabetçi baskısından veya yükselmeyi hoş karşılayan bekleyişlerinden meydana gelir. Bu "ikna edilen bekleyişler" ve "rekabet baskısının" birlikte etkisi finansal piyasanın iki tarafındaki yüksek riskli yatırım faaliyetlerinde bulunan veya bu faaliyetlerin içinde olan ajanlarca gerçekleştirilir[41].

Finansal piyasaların arz ve talep yanında yer alan iktisadi birimlerin beklentileri endojen olarak oluşur. Beklentilerin endojen olması, yatırım projelerinin şimdiki ve gelecekteki getiri ve risklerinin belirsizliğinden kaynaklanır. Rasyonel iktisadi birimlerin kararları sağduyularından etkilenir. Ancak sağduyu da durağan değildir. Beklentilerin uyardığı ya da rekabetin zorladığı baskılar sonucunda, riski yüksek yatırımlar bazı dönemlerde rasyonel gözükebilir. Bu durum kendini besleyen bir süreçtir. Riski yüksek projelerden beklenen karlar realize edildikçe, gelecek konusunda daha olumlu beklentiler oluşur, herkes tahminlerine daha fazla güvenir, bunun sonucunda da güvenlik marjları daralır[42]. Beklentilerin uyardığı ve rekabetin zorladığı piyasa dinamiklerinin en somut göstergesi, iktisadi konjonktürün farklı aşamalarında farklı finansman biçimlerinde kendini gösterir. İktisadi faaliyetlerin zirve aşamasında iktisadi birimler, spekülatif finansmana daha fazla yönelirler. Yani uzun vadeli projeler kısa vadeli finanse edilir. Bu tür finansman birimleri, faiz şoklarına ve kredi imkanlarındaki değişmelere karşı daha duyarlı kılar. Sonuçta finansal sistem daha kırılgan olur

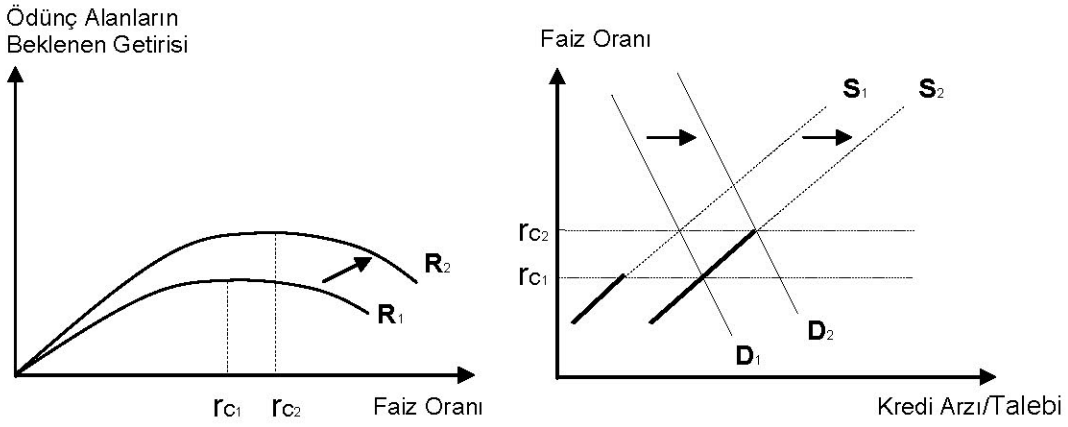
Post keynezci kurama göre kredi tayınlaması tarihsel dinamik bir süreçtir. Bu süreçte finansal düzenlemelerle ortaya çıkan rekabet artışı, kredi tayınlamalarını olumsuz yönde etkiler. Finansal serbestleşme sonrası kredi verenlerin kurumsal yapı değişimlerinden etkilendiği ve beklentilerinin, yeni mali kurum ve araçların varlığı nedeniyle farklı risk ve getiri analizleri ile değişen bir yapı içermesi, kredi tayınlamalarının değişen kriterlere göre uygulanmasını gerektiren bu süreç, kredi

[41] James Crotty, "Rethinking Marxian Investment Theoriy: Keynes-Minsky Instability, Competitive Rejime Shifts and Coerced Investment.", **Review of Radical Political Economics**, 1993, s.26.

[42] Ilene Grabel, "Fast Money, Noisy Growth: A Noise- Led Theory Development", **Rewiew of Radical Political Economy**, 1993, s.137.

alanların bilgi ve bekleyişlerini de etkileyen ve değiştiren bir süreçtir[43]. Yeni keynezci kuramda kredi tayınlaması önemlidir. Post keynezci kuramda ise ödünç verenler ya tayınlama yapamazlar ya da beklentilerin spekülatif yapıda endojenliği ile tayınlama derecesi düşer.

Yeni keynezci kuramdan farklı bu dinamik post keynezci kredi tayınlaması yorumu finansal serbestleşme sonrası ödünç verenlerin beklentileri nedeniyle kritik faiz oranlarını ve ödeyememe riski artışını beraberinde getirir. Şekil:1.4'de post keynezci dinamik kredi tayınlaması gösterilmektedir. Şekil:1.4(A) ödünç verenlerin beklenen getiri/risk oranı ilişkisi endojen ve kurumsal değişmelerdeki beklentilerin değişimini Şekil:1.4(B) ise kredi arz ve talebinin, ödünç alan ve verenlerin beklentisi olarak değişimini göstermektedir. R_1, normal zaman faiz oranındaki R_2'de finansal serbestleşmenin getirdiği genişleme sonrası beklenen getiri eğrisini göstermektedir. Ödünç veren ve alanların kar fırsatı arayışlarının sonucunda kredi arz ve talebi artar. Bu şartlarda kredi tayınlaması azaltılır.



Şekil 1.4 **(A)** Şekil 1.4 **(B)**

Şekil 1.4: Finansal Serbesteşme Sonrası Post Keynezci Dinamik Kredi Tayınlaması

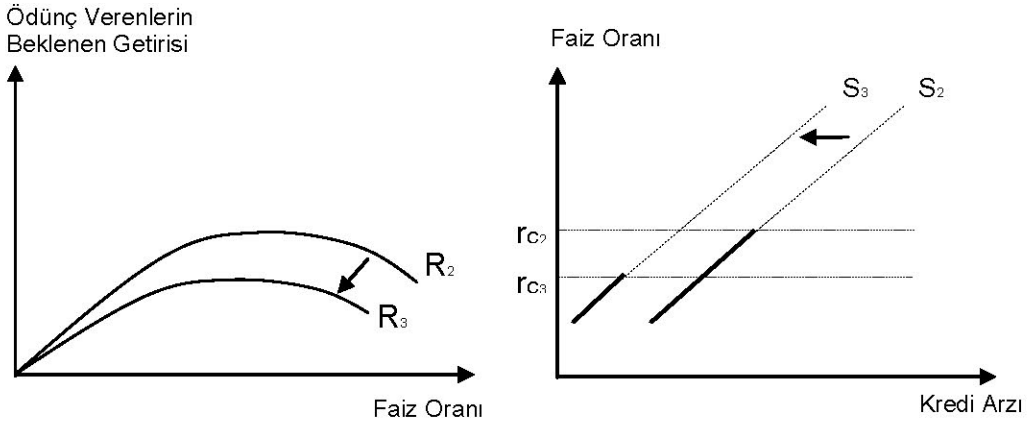
Kaynak: Ilene Grabel, "Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World", **International Review of Applied Economics**, 1995, s.129.

Post keynezci kuramda finansal serbestleşme ekonominin arz ve talep yanında önemli etkiler oluşturur. Talep yönünden projelerin risk profili negatif seçim ve zorla finansman problemlerini artırır. Arz yönünden, ödünç verenler genişleme, değişme, rekabet artışları nedenleriyle olumsuz yatırım projeleri teşvik edilebilir ve

[43] Esen, a.g.e.,1998, ss.28-29.

kredi tayınlaması derecesi azalır. Ekonominin riski artabilir ve spekülatif yatırımlar piyasaya hakim olabilir. Spekülatif genişleme ise finansal krizleri beraberinde getirir.

Şekil:1.5(A)'da, R_3 kriz anındaki faiz oranı/beklenen getiri ilişkisini temsil eder. Bu durumda Şekil:1.5(B)'de görüldüğü üzere kritik faiz oranı düşer ve fonlar tümüyle biter. Kredi arzındaki azalma, kredi talebinden önce başlarsa, ödünç verenlerin karamsarlığı, finansal krizi önleyecek finans ihtiyaçlarını belirleme şansını artırır. Kredi arzındaki bu etkinin örnekleri, GOÜ'lerin başarısız deneyimlerinde vardır[44] Bu nedenle Yeni keynesyen teorinin statik kredi tayınlaması dinamik post keynesyen modele dönüşmüştür. Burada önemli olan nokta finansal krizi takip eden artan krizi engelleyici belirleyicisi, ödünç verenlerin davranışına indirgenmesidir.



Şekil 1.5 **(A)** Şekil 1.5 **(B)**

Şekil 1.5: Post Keynezci (Spekülatif Genişleme Sonrası) Dinamik Kredi Tayınlaması

Kaynak: Ilene Grabel, "Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World", **International Review of Applied Economics**, 1995, s.144.

Post keynezci kuram belirleme, uygulama ve zamanlama konusundaki yorumlarına rağmen sonuçta finansal serbestleşmenin yetersiz büyümeyi getirdiğini savunur. Finansal serbestleşme programlarının verimsiz ancak karlı faaliyet alanları için yeni fırsatlar yaratığı ve istikrarsız makroekonomik etkilerle birlikte spekülatif hareketlere yönelik yanlış kredi dağıtımına yol açtığı görüşü hakimdir. Finansal serbestleşme, riskli yatırım alanları ve güvensiz finansal yapıya neden olduğundan spekülasyon önderliğinde ekonomik kalkınma diye adlandırılır.

[44] Miguel Urrutia, **Financial liberalization and the Internal Structure of Capital Markets in Asia and Latin America**, United Nations University, Tokyo, Japan, 1988, s.170. ve Cho Y.J. ve D.R. Kahatkate, "Lessons of Financial Liberalization in Asia: A Comparative Study" **World Bank**, Discussion Paper No:50, 1989, s.79.

Spekülasyon önderliğinde ekonomik kalkınma bir sonucu ekonomi, finansal serbestleşme öncesinden daha büyük bir riski taşımaya zorlanır. Bunun nedeni tüm varlıkları daha riskli olması ve çarpan etkisi ile yatırım hacminin azalmasıdır. Faiz oranının yukarı doğru baskısı sonucu artıran risk, GOÜ' deki finansal liberalizasyon sonrası yatırımları azaltmıştır. İkinci sonucu, ekonomide finansal krizlerin yaşanma riskini artırmasıdır[45]. Reel sektörü rahatsız eden kısır döngü, faiz oranlarında ani yükselişler gibi makroekonomideki ani değişmeler, zayıf finansal piyasaları ve bankaları daha da zayıflatır ve kredi geri dönüşlerini olumsuz yönde etkiler. Karlılık ile ilgili bekleyişler daha az iyimser olur ve bankalar kredilendirmeyi durdurabilir. Bu ekonomik faaliyetin sonucu olarak kredi depremi oluşur. Bunun sonucu reel sektör, finansal serbestleşme için yüksek fiyat ödemeye zorlanır[46].

1.2.2.3.Yapısalcı Kuram

Taylor'un öncülük ettiği yapısalcı kuram savunucuları, finansal liberalizasyon kuramına en kapsamlı eleştirileri getirmişlerdir. Eleştiriler özellikle GOÜ' in finansal yapısının, gelişmiş ülkelerinkinden oldukça farklı olduğu noktasına yoğunlaşmaktadır. Buna bağlı olarak da öncelikle az gelişmiş ülkelerin özgün yapıları tanımlanmaya çalışılmakta, daha sonra ise FBT'nin önermelerinin mevcut yapı içindeki geçerlilik durumu analiz edilmeye çalışılmıştır.

GOÜ'lerde finansal yapı iki farklı konumdadır. Bankacılık ağırlıklı resmi piyasanın yanı sıra gayrı resmi bir fon piyasası da vardır. FBT' de de gayrı resmi fon piyasası kabul edilmekle birlikte, bu piyasa sınırlı, etkisiz ve önemsiz olarak görülür. Buna karşın, yapısalcı kuramda GOÜ' de gayrı resmi fon piyasası önemli bir yer tutar.

Resmi finans piyasasının, kurumsal ve işlevsel zorluklarına (teminat ve bürokratik işlemler gerektirmesi) karşın, gayrı resmi finans piyasası kişisel ilişkilere ve daha hızlı işlevsel özelliklere sahiptir. Gayri resmi finans piyasası düşük işlem maliyetleri ile çalışırken resmi finans piyasasının, karşılık tutma zorunluluğu nedeni ile işlem maliyetleri yüksektir. Bu gayrı resmi piyasalarda ödünç verilebilir fonların maliyetini düşürürken, kıtlık rantı gayrı resmi faiz oranını yükseltici etki yapmaktadır[47].

---

[45] Martin H. Wolfson, A Post Keynesian Theory of Credit Rationing", **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol.18, No.3, Spring, 1996, s.467.

[46] Hyman P. Minsky, "Stabilizing an Unstable Economy", **New Haven, Conn.:Yale University Press** , 1986, s.74.

[47] Parabhu B. Ghate, "Interaction Between the Formal and Informal Financial Sectors: The Asian Experience", **World Development**, Vol.20, No.6, 1992, s.862.

Ayrıca piyasanın bu resmi olmayan yanının, kurumsal düzenlemelere tabi olmaması, kurulma ve çalışma hızını ve etkinliğini arttırmakta, bu nedenle resmi piyasanın gelişimi engellenmektedir. Gayrı resmi finans piyasası bazı ülkelerin sanayi sektörünün finansmanında önemli rol oynamıştır. Örneğin G.Kore'de büyük sanayi işletmelerinin başlangıçtaki sermayeleri bu piyasalardan sağlanmıştır.

Yapısalcı kurama göre, finansal serbestleşme ile kredi faizleri hem resmi hem de gayrı resmi finansal piyasada artacaktır. Firmaların işletme sermayesi ihtiyacını büyük ölçüde borç finansmanı ile sağladığı ortamda, kredi faiz giderleri toplam üretim maliyeti içinde önemli bir paya sahiptir. Bu durumda faiz oranlarındaki önemli bir artış, arz şoku niteliğinde olup, fiyatları yukarı doğru itecektir. Talep yönünde ise, azalan reel ücretler ve artan borçlanma maliyeti, toplam talebi azaltarak üretimin azalmasına yol açacaktır. GOÜ'de arz esnekliğinin düşük olduğu dikkate alındığında, yüksek borçlanma maliyetlerinin arz yönlü enflasyonist etkileri, talep yönlü deflasyonist etkilere baskın olacak ve stagflasyonist bir süreç başlayabilecektir[48].

GOÜ piyasalarında, mark up (fiyat + kar marjı) fiyatlama söz konusu olduğundan fiyatlar FBT'nin kabul ettiği, tam rekabet koşullarında oluşan fiyatlar, gibi piyasa sinyallerini tam yansıtmaz ve bilgilendirme eksik oluşur. Ayrıca şirketlerin sermaye yapısı işletme sermayesi ağırlıklıdır ve ülkede pozitif faiz politikası uygulandığında, faiz giderleri nedeni ile işletme sermayesi ihtiyacı artacak, resesyon ve iflaslara neden olabilecektir. Yapısalcı ampirik bulgular, resmi banka mevduatlarının gayrı resmi piyasa ödünç verilebilir fonları ile yakın ikame olduğu yönündedir. Çünkü GOÜ'lerde pozitif faiz politikası, resmi bankacılık sistemindeki mevduat artışına neden olmakta ve ödünç alınabilir kaynakları azaltmaktadır. GOÜ'in GÜ'den oldukça farklı bu mali yapısını FBT analizlerine katmadığı için öngörüleri de GOÜ için geçersiz olacaktır.

1.3.Dış Ticaret ve Doğrudan Yabancı Yatırım Teorileri

Merkantilistlerden sonra geleneksel dış ticaret teorileri olarak da adlandırılabilecek klasik ve neokalasik diş ticaret teorilerinden klasik teoriler, emek faktörünü tek başına üretim faktörü olarak kabulden hareketle, üretim maliyetinin homojen olduğu varsayımına bağlamıştır. Neoklasikler ise, alternatif maliyet

[48] John B. Taylor, "International Capital Mobility and the Coordination of Manetary Rules", **NBER**, Working Paper No:1242, December, 1983, s. 264.

kavramından hareket ederek üretim faktörü ve maliyet unsuru olarak sermayenin de teorilerde yer almasına katkı sağlamışlardır.

Uluslararası ticaretin ülkelerarası verim farklılığının nedenlerini ve bunun yarattığı refah sonuçlarını faktör donanımı ile açıklayan modern teorilerde neoklasiklerden hareketle modellerini emek ve sermayeye dayandırmışlardır. 1960'lara kadar ki bu süreçten sonra literatüre girmeye başlayan Yeni Dış Ticaret Teorileri (YDT) ortaya çıkmıştır. YDT'i beşeri sermayenin niteliği ve teknolojinin geliştirilmesi ile bunların üretim sürecinde kullanımının etkilediği bir uluslararası dış ticaret modeli ortaya koymuşlardır. 1960'lar dış ticarette türev unsurların ortaya çıktığı ve bu unsurların bir biçimde üretim süreci ve uluslararası dış ticareti etkilediği yıllar olduğu söylenebilir.

Sermaye hareketleri türlerinden biri olan DYY'lerin ekonomik işlevinin ve gelinen bu noktada dış ticaretteki rollerinin ve reel ekonomi ile üretim etkisinin anlaşılması amacıyla alt başlıklarda önce geleneksel, modern ve yeni dış ticaret teorilerine genel olarak değinilecektir. Sonra bu dış ticaret teorilerinin Çokuluslu Firmalar (ÇUF) nedeniyle DYY faaliyetlerini açıklamadaki yetersizlikleri ile ortaya çıkan DYY kuramları çerçevesinde litetaratürde genel kabul görmüş ÇUF'ların etkisindeki mikro temelli aksak rekabet ayrımındaki yaklaşımlar incelenecektir.

1.3.1.Dış Ticaret Teorileri ve Doğrudan Yatırımlar

DYY açıklayan 1960'lardaki kuramlara kadar dış ticaret teorisinin karşılaştırmalı üstünlüklere dayalı olduğu ve bu nedenle birbirinden ayrılamayacağını ileri sürülmüştür[49]. DYY ve dış ticaret, ülke dışındaki fırsatların kullanılması amacıyla hem birbirine alternatif hem de birbirini tamamlayıcı iki unsur olarak düşünülmektedir[50]. Bu nedenle bu başlık altında dış ticareti açıklayan klasik öncesi merkantilist olarak bilinen yaklaşım ile geleneksel ve modern olarak bilinen dış ticaret teorileri ele alınarak DYY' leri ve dolaylı olarak sermaye hareketlerini nasıl değerlendirdikleri incelenecektir.

---

[49] Peter Dicken, **Global Shift: Transforming the World Economy**, Third Edition, Paul Chapman, New York, 1998, s.75.

[50] Dean M. Hanink, **The International Economy: A Geographical Perspectives**, John Wiley&Sons, New York, 1994, s.241.

1.3.1.1.Geleneksel Dış Ticaret Teorileri

Merkantilist yaklaşımın temel prensibine göre bir ülke geniş altın ve gümüş rezervlerine sahipse, söz konusu ülke zengin bir ülke olarak kabul edilmektedir. Servetin kaynağı olan bu değerli madenlerin dünya stokunun sabit olduğu varsayımında uluslararası ticaretin taraflardan birine yarar sağlayacağını ileri sürülmüştür. Bu rezervlere sahip olmak için ise devlet iç sanayiyi destekleyen politikalar izleyerek servet stoku oluşturmaya çalışmalıdır[51]. Merkantilist teoride ticaret dengesi gerekli bir koşul olarak düşünülmüş ve ulusal zenginliğin gerçekleşebilmesi için uluslararası üretim değil uluslararası ticaret yapmak gerekliliği savunulmuştur. Ticari faaliyetleri yürüten firmalar ise becerilerini bağlı oldukları ülkelerin güçlerinden sağlamaktadırlar. Merkantilist yaklaşıma göre gelecekte dünya ekonomisinin yönünü çokuluslu firmalar ile ulus devletlerin ortak çıkarları belirleyecektir. Böylece ÇUF'ların dünya ekonomisindeki önemi ve DYY'lerin hacmi artıkça ülkelerin birbirlerine olan bağımlılıkları azalacağı görüşündedirler[52].

Kısaca; 16 ncı yüzyıldan ağırlıklı olarak 18 nci yüzyılın sonunu kadar döneme damgasını vuran merkantilist yaklaşıma göre ülkenin refahı, ülke dışında yapılacak üretime değil diğer ülkelerle yapılacak ticarete bağlıdır[53]. Ancak kitlesel üretimin ortaya çıkışı ve yaygınlaşması ile 18 nci yüzyılın sonlarında itibaren merkantilist yaklaşım serbest dış ticaret ihtiyacını karşılayamamıştır.

Gerçek anlamda uluslararası ticaret teorisi, Adam Smith'in 1776'da yayımlanan ünlü eseri ulusların zenginliği'nde (wealth of nations) ilk kez bilimsel olarak ele alınmıştır. Smith, dünya toplam servetinin savunulanın aksine sabit olmadığını kaynakların verimliliğini arttıran dış ticaretin iki tarafında yararına olduğunu ve dünya refahının böylece arttırılabileceği ileri sürülmektedir[54]. 1776-1870 yılları arasında hakim olan bu klasik dış ticaret teorisi, uluslararası ticareti mutlak üstünlük yaklaşımı ile bir

---

[51] Martin C. Schnitzer, **Comparative Economic Systems**, OH South-West Publishing, Cincinnati, 1991, s.16.

[52] Fred C. Bergsten, **America in the World Economy:** A Strategy for the 1990s, Peterson Institute for International Economics, Washington, 1988, ss.21-29.

[53] Yeni merkantilistlerde de DYY'lerin artması ve ÇUF'ların genişlemesi ve bunun artan önemi nedeniyle neoklasik teorilerin; ekonomi içindeki ulus devletlerin azalan rollerinin aksine ulus devletlerin artan önemi üzerinde durmaktadırlar. Uluslararası ticaret stratejisini benimsemiş olduğu düşünülen Japonya, Güney Kore ve Tayvan gibi ülkelerin elde ettikleri görece ekonomik başarıları bu yaklaşımı temel alan ekonomistlerin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Bu ülkelerin elde ettikleri başarıları açıklayan merkantilist yaklaşımlar uluslararası ekonomi literatüründe kalkınmacı kapitalizm (developmental capitalism), kapitalist olmayan piyasa ekonomisi (non-capitalist market economy) veya network capitalism olarak adlandırılmaktadır.

[54] Adam Smith, **The Wealth of Nations**, The Modern Library, New York, 1776, s. 477.

ülkenin hangi malları ihraç hangi malları ithal edebileceğini açıklamaya çalışmıştır. İki ülkeli modelde bir ülke diğer ülkeye göre hangi malları daha düşük iç maliyetle üretiyorsa o malların üretiminde uzmanlaşmalı ve bunları ihraç, pahalıya ürettiklerini ithal etmelidir[55]. Ancak maliyet unsuru olarak homojen varsayımı ile sadece emek faktörü ele alınmıştır. Yine de teori serbest ticaretin faydalarını ilk kez ortaya koyması yönünden önemlidir. Bu yaklaşımın eksiklikleri 19 uncu yüzyılın ikinci on yılı içinde (1817) mutlak üstünlüklere dayalı dış ticaretin uluslar arası ticaretin kapsamını genişletmeyeceği savunan David Ricardo tarafından karsılaştırmalı üstünlük teorisi ile giderilmeye çalışılmıştır. Diğer bir değişle karşılaştırmalı üstünlükler teorisi dış ticaretin mutlak değil karşılaştırmalı üstünlüklere dayalı olmasını savunmuştur[56].

Karsılaştırmalı üstünlükler teorisine göre, bir ülkenin karsılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu ürünlerde uzmanlaşması gerektiğini ve göreceli olarak ucuza ürettikleri malları ihraç, pahalıya ürettikleri malları da ithal edilmesi ile daha fazla refaha ulaşacağı görüşü temel alınmıştır[57]. Böylece uzmanlaşma ve iş bölümü, verimlik yoluyla toplam üretimin artmasını ve dış ticaretin ülkelere yarar getirmesini sağlayacaktır. Teoriye göre bir ülkenin bazı mallarda mutlak üstünlüğe sahibi olmasının önemli olmadığını, asıl önemli olanın bir ülkenin diğerlerine göre ürettiği mallardaki bu üstünlüğün derecesi olduğudur. Aksi takdirde mutlak üstünlük teorisine göre dış ticaret yapılamaması söz konusu olabilecekken karşılaştırmalı üstünlük teorisine göre görece üstünlük derecesinin farklılığı nedeniyle dış ticaret yapılabilir ve her iki ülke de oluşacak dış ticaretten fayda sağlayabilir ve karlı çıkar. Ancak iki ülkeli modelde ülkelerin yurtiçi değişimleri birbirinden farklı ve uluslararası fiyat değişim oranı da bu fiyatlardan gerçekleşmelidir. Ricardo modelinde de doğal ve teknolojik avantaj ve dezavantajlar veri kabul etmiş ve maliyet faktörünü oluşturan tek faktör yine uluslararası hareketsizliği varsayılan emek olmuştur.

Ülkelerarası teknolojik eşitsizliği oluşturan nedenlerin ele alınmadığı bu klasik dönemde karşılaştırmalı maliyet farkları da veri olarak alınmıştır. Klasik yaklaşıma göre üretim faktörleri uluslararası ölçekte hareket edemezler. Bu varsayım doğrultusunda

[55] Seyidoğlu, a.g.e., 2001, s.17.
[56] Dicken, a.g.e, 1998, s.73.
[57] David Ricardo, **On the Principles of Political Economy and Taxation**, (Ed.) R. M. Hartwell, Pelican Classics, 1971, s. 153.

sermaye hareketinin bir türü olan doğrudan yabancı yatırımları açıklamaya yönelik bir model de bu yaklaşım çerçevesinde geliştirilmemiştir[58].

Klasik teorilerin emek dışında diğer faktörleri ihmal etmesi ve teorilerini emek değer teorisine dayandırmaları alternatif maliyet kavramını esas alan noeklasik iktisatçılar tarafından Ricardo modelini, özüne dokunmadan, revize etmelerine neden olmuştur. Bu revizyon emek dışında da üretimde kullanılan tüm faktörlerin üretime katkısına yönelik olmuştur. Böylece maliyet, verimliliğinin ötesinde üretim için gerekli kaynakların toplulaştırılmasının parasal değeri olarak ortaya çıkmaktadır. Her ne kadar emeğin yanı sıra sermayenin de maliyeti etkileyen bir unsur olarak ele alınması ile fayda değer kuramının malların değerinde kullanılması temsili balyalar kuramı[59] ile ortaya çıkarılsa da malların değerinin ölçmede alternatif maliyetin kullanımı G. Haberler döneminde olmuştur[60].

Neoklasik dönemde Marshall tarafından mutlak ve karşılaştırmalı üstünlükler tarafından ihmal edilen ve klasik dönemde J.S.Mill tarafından dış ticaret kazançlarını belirlemek için öncesinde ihmal edilen talep unsuru da analizlere dahil edilmiştir[61]. Ancak ileri de açıklanacak analizlerin anlaşılabilmesi açısından onun karşılıklı taleple belirlenen ve malların daha ucuza elde edilmesini sağlayan yeni ihraç malları ile maliyet düşürücü yenilikleri içeren teknolojik gelişmelerin dış ticarete etkisine yönelik görüşlerinin neoklasikler tarafından da analizlere dahil edilmediğinin burada vurgulanmasında yara olduğunu düşünmekteyiz.

1.3.1.2.Modern Dış Ticaret Teorileri ve Loentief Paradoksu

Ülkelerin iç fiyat farklılığı nedenlerini ve uluslararası beşeri kaynağın verimlilik farklılığı etkenlerini açıklamayan karşılaştırmalık üstünlükler teorisi geçerliliğini 20 nci yüzyılın üçüncü on yılının sonuna kadar sürdürmüştür. Faktör donanım teorisi ya da Heckscher-Ohlin (H-O) teorisi karsılaştırmalı üstünlük teorisinin bu eksikliklerini gidermek amacıyla ortaya atılan ve 1930 sonrasına damgasını vuran neoklasik ekolün modern dış ticaret teorisidir.

---

[58] Neil Hood ve Stephen Young, **The Economics of Multinational Enterprise**, Longman, London, 1979, s.139.

[59] Alfred Marshall, **Money, Credit and Commerce**, McMillan, London, 1923, ss.158-159.

[60] Gottfried Haberler, **The Theory of International Trade**, George Allen and Unwin, London, 1933, s.176.

[61] Johan Stuart Mill, **Principles of Political Economy**, Kelly, New York 1965, ss.593-601.

H-O teorisi karsılaştırmalı üstünlük teorisini geliştirmiş ve ona yorum getirmiş olmakla beraber, onun tamamlayıcısı olarak da kabul edilmektedir[62]. İki ülke, iki mal ve iki üretim faktörünün olduğunu varsayan modelde her bir mal iki üretim faktörünün birleştirilmesiyle üretilebilmektedir. Diğerine göre bol emeğe sahip ülkelerin emek-yoğun, daha çok sermayeye sahip ülkelerin de sermaye-yoğun malları daha ucuza üretebilecekleri ileri sürülmektedir. Üretim tekniği her iki ülke için de aynı olup, her bir mal çeşidi için ihmal edilebilecek bir ulaşım maliyeti söz konusudur. Faktörlerin ülke içinde hareket serbestisi olmasına karşın, uluslararası hareket serbestileri yoktur. Teoriye göre, her ülke hangi üretim faktörüne daha fazla sahipse, üretimini bu üretim faktörünü gerektiren malları üreterek karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olur. Dolayısı ile ülkeler uzmanlaştığı bu malları ihraç ederken diğerlerini ithal eder.

H-O teorisi uluslararası dış ticareti öncelikle faktör donanımındaki farklılıklara bağlamaktadır. Üretim faktörleri ülkeler arasında dengesiz dağılmıştır ve ülkeler emek yoğun veya sermaye yoğun malları ucuza üreterek birbirine ihraç ederler. Ayrıca teori endüstrilerin faktör yoğunluklarının birbirinden farklı olduğunu savunmaktadır. Bu açıdan, bazı endüstrilerin emeğe oranla daha fazla sermaye gerektirirken, bazılarının sermayeye oranla daha fazla emek gerektirmesi varsayımı, teoriyi endüstriler arası ticareti açıklamakta başarılı kılmaktadır. Ülkeler arasında üretim faktörü farklılıklarının bulunması ithal ve ihraç mallarının farklılaşmasına neden olmaktadır[63]. Ancak Faktör donanım teorisi endüstri içi ticareti (intra-industry trade) açıklamakta yetersiz kalmıştır.

Karşılaştırmalı üstünlükler teorisinde, ülkeler arasından farklı maliyetlerin olduğu ve emeğin hareketsiz olduğu varsayımıyla emek maliyetleri üzerinde yoğunlaşılmakta ve farklı karşılaştırmalı maliyetlerin olduğu öne sürülmektedir. H-O teorisinde ise, ulusların karşılaştırmalı maliyetlerinin sağlayacağı avantajların, bu ülkelerin yurtiçi faktör arzları tarafından oluşturulduğu ve ülkelerin bu ürünlerde uzmanlaşacağı ve bunların ihraç edilebileceği ileri sürülmektedir[64]. Ayrıca bir malın üretim teknolojisinin tüm ülkeler için aynı olduğu ve sabit verimin bulunduğu varsayılmıştır.

---

[62] B. J. L. Berry, E. C. Conkling, ve D. M. Ray, **The Global Economy in Transition**, Prentice Hall, Second Edition, New Jersey, 1997, s.367.

[63] John H. Dunning, **Explaining International Production**, Unwin Hyman, London, 1988, s.42.

[64] Bertil Ohlin, **International and Interregional Trade**, Harvard University Press, 1933, s. 7. ve Eli Heckscher, "The Effect of Foreign Trade on the Distribution of Income", içinden H. S. Ellis ve L. Z. Metzler (Ed.), **Readings in the Theory of International Trade**, George Allen and Unwin, London, 1966, s. 279.

Diğer taraftan H-O yaklaşımından hareketle P. Samuleson tarafından talep koşulları benzer ülkeler için analitik olarak gösterilen faktör fiyatları eşitliği teoremi[65], yine aynı yaklaşımla W. F. Stolper ve P. Samuelson tarafından gelir dağılımı teoremi[66] ve faktör arzındaki değişmelerin üretime etkisini analiz eden Rybczynski teoremi türemiştir[67]. Ancak H-O yaklaşımı gibi bu teoriler de emek ve sermaye dışındaki diğer faktörlerin varlığını ve beşeri sermayenin niteliği gibi sonrasında ortaya çıkarılan unsurları kapsamlarına dahil etmemektedirler.

H-O yaklaşımı DYY açıklamak içinde kullanılabilmektedir. Ticaretin olmadığı sermaye hareketlerinin her iki ülke içinde mümkün olduğu durumlarda, sermaye çok olduğu yerde daha az kazanacağından doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıy yoluyla daha fazla kazanabileceği pazarlara doğru kayacaktır[68].

Wassilly W. Leontief'in H-O teorisini test etmek için sermayesi bol bir olan ülke ABD'nin daha çok emek yoğun mallar ihraç ettiğini ortaya çıkarmasıyla, teknolojinin tüm ülkeler için eşit olduğu varsayılan ve ulaşım maliyetleri hesaba katılmayan bu teorinin uluslararası ticareti ve/veya üretimi açıklayamayacağı ileri sürülmüştür[69]. Leontief, ABD'nin üretim sürecinde emeğin niteliğini öne çıkararak oluşan paradoksu, azalan etkisine rağmen, beşeri sermaye ile açıklamış ve araştırma geliştirme (ar-ge) kaynaklı bu sermayenin üretim değerine etkisine vurgu yapmıştır[70]. Böylece ortaya çıkan bu paradoks ile ticaretin açıklaması sadece bildik emek ve sermaye faktörleri değil bu faktörlerin dışında işgücünün niteliği, hammadde ve diğer faktörler gibi bir

---

[65] Joesph E. Heckscher tarafından ortaya atılan ve Bertil Ohlin tarafından yumuşatılan eşitlik eğilimi ifadesi ile faktör fiyatlarının serbest ticaretle eşitlenmesinin Samuelson tarafından analitik olarak gösterilen uluslararası faktör dolaşımının tam olması varsayımı altında faktör fiyatlarının eşitliği ve nihayetinde faktör hareketlerinin ortadan kalkarak serbest ticaretin oluşacağı ileri sürülmektedir. Ayrıntı için bkz. P. Samuelson, **The Gains from International Trade**, içinden H. S. Ellis ve L. Z. Metzler (Ed.), **Readings in the Theory of International Trade**, George Allen and Unwin, London, 1966, ss.241-242.

[66] Serbest ticaret ihracatçı sektörün yoğun olarak kullandığı faktörün yararına, korumacılık ise ithal ikameci sektörün yoğun olarak kullandığı faktörün lehinedir. İthal ikameci üretimi koruyucu önlemler ülke refahını olumsuz etkiler. Ayrıntı için bkz. W. F. Stolper and P. Samuelson, **Protection and Real Wages**, içinden H. S. Ellis ve L. Z. Metzler (Ed.), **Readings in the Theory of International Trade**, George Allen and Unwin, London, 1966, ss. 343-345. Ancak gümrük tarifeleri ithal ikamesi mal fiyatını, ihraç malı fiyatına göre arttırdığında bu teori geçerlidir. Aksi taktirde tarifeler ithal mal fiyatının düşmesine neden olursa teori geçersizleşir (Metzler paradoksu). Ayrıntı için bkz. Lloyd Metzler, "Tariffs, the terms of trade and the distribution of income", **Journal of Political Economy**, 1949, ss.1-49.

[67] Şiir Yılmaz, **Dış Ticaret Kuramlarının Evrimi**, Gazi Üniversitesi, Ankara, 1992, s.157.

[68] Harry Flam ve M. June Flanders, **Introduction: Heckscher-Ohlin Trade Theory**, MIT Press, Cambridge, 1991, s.25.

[69] Wassily W. Leontief, "Domestic Production and Foreign Trade: The American capital position re-examined", İçinden J. Bhagwati (Ed.) 1969. **International Trade Penguin Modern Economics**, 1953, ss.125-126.

[70] Wassily W. Leontief, "Factor Proportions and The Structure of American Trade: Further Theoretical and Empirical Analysis", **Review of of Economics and Statistics**, Vol: 41, 1959, s.401.

üçüncü faktörün varlığına dayandırılmıştır[71]. Leontief paradoksu olarak bilinen bu analitik çalışma sonrası emek ve sermaye faktörü dışındaki faktörlerin üretim ve dış ticaretteki etkinliklerine ilişkin yeni dış ticaret teorileri geliştirme çabaları hız kazanmıştır.

1.3.1.3.Yeni Dış Ticaret Teorileri ve Endüstri içi Ticaret

İkinci dünya savaşı sonrası uluslararası ekonomik koşulların değişmesi ile beraber H-O teorisinin üretim faktörlerini hareketsiz, ulaşım maliyetlerini sıfır, teknoloji ve ölçek ekonomilerini göz ardı etmesi endüstri içi ticareti açıklamakta yetersiz kalmasına neden olmuştur. Bu durum ile beraber dünya ticaretinin büyük bir kısmının ÇUF' larca yapılması özellikle 1960'lardan sonra uluslararası dış ticareti açıklamaya çalışan yeni teorilerin gündeme gelmesini neden olmuştur.

Yeni dış ticaret teorilerinin incelenmesinde karşılaşılan temel güçlük, teorilerin temellerinin aşağıda görüleceği gibi çok sayıda alternatif yaklaşımları içeren aksak rekabet piyasa modellerine dayanması nedeniyle genel ve tek bir dış ticaret teorisinin olmamasıdır.

Burada kısaca belirtmek gerekir ki endüstrilerarası ticaret, farklı endüstrilerin ürettiği birbirinden tamamen farklı ürünlerin ticaretini ifade ederken, endüstri içi ticaret aynı endüstrinin veya geniş ürün grubunun farklılaştırılmış ticaretine işaret etmekte ve karşılaştırmalı üstünlüklere göre yapılmaktadır. Belirli bir üründe karşılıklı ticaretin ortaya çıkması endüstri içi ticaretin varlığına yol açmaktadır. Yeni uluslararası dış ticaret teorisi ise ticaretin sadece karşılaştırmalı üstünlüğe dayanmayı gerektirmediğini ve GÜ arasındaki ticaretin çoğunun monopolcü rekabet piyasalarında faaliyet gösteren firmalar tarafından gerçekleştirildiğini ileri sürmekte ve benzer faktör donanımlarına sahip ülkeler arasındaki ticareti açıklamak için aksak rekabet ile ölçek ekonomilerine dayandırarak endüstri içi ticareti açıklamaktadır. Tam rekabet ve ölçeğe göre sabit getiri varsayımları terk edilerek, aksak rekabet piyasaları ve ölçeğe göre artan getiri analize dahil edilmiştir.

Ancak yeni uluslararası dış ticaret teorisin bir bütün olarak teorik argümanlarının ortaya konmasına kadar gelişen dünya ekonomisi koşullarında neoklasik yaklaşımın uzantısı olarak daha çok uluslararası ticaret, lisans anlaşmaları

[71] Ted Walther, **Dünya Ekonomisi**, Çev: Ünal Çağlar, Alfa Basım Yayım, İstanbul, 2002, s.135.

ve de DYY' leri açıklamaya yönelik olarak yeni dış ticaret teorileri adı altında yeni faktör ve teknoloji teorileriyle geliştirilmiştir.

Bunlardan yeni faktör teorisi beşeri sermayenin önemi üzerinde durmaktadır. Burada vurgulanan önem, işgücünün üretim faktörlerinden birisi olarak sınıflandırılamayacağı ve beşeri sermaye için yapılan yatırımların çıktının miktarını ve kalitesini etkileyerek ülkeye avantaj sağlayacağından, nitelikli işgücünün üçüncü bir üretim faktörü olarak hesaba katılmasının yansıra, sermaye miktarının ölçümünde nitelikli işgücünün de hesaba katılmasındadır. Nitellikli işgücü zengin olan ülkenin bu işgücünü gerektiren malların işgücü niteliksiz olan ülkede ise niteliksiz işgücü gerektiren malların üretiminde uzmanlaşacağı savunulur[72]. Endüstri içi uluslararası dış ticaretin büyük bölümünün nitelikli işgücü faklılıkları ile açıklanabileceğini de öne süren bu nitelikli işgücüne dayanan yeni faktör teorisi, nitelikli işgücünün ürünü olan malların ihracı ile ilgili olduğu gibi DYY'lerin de nitelikli işgücünün ülkeler arasında transferine bağlı olduğunu ileri sürmektedir.

Yeni teknoloji teorisi olarak da bilinen teknoloji açığı ve ürünün hayat devreleri teorisi ise teknolojideki değişimin (yeni mal veya üretim yöntemi) gelişmiş ülkeler arasındaki dış ticareti açıklayabileceğini vurgulamışlardır[73]. Teknoloji açığı teorisi H-O modelinin farklı bir versiyonu olan yeni faktör üstünlükleri varsayımını içeren Ricardian Teori'nin bir uzantısıdır. Geleneksel Ricardo teorisinden farklı olarak araştırma-geliştirme (ar-ge) faaliyetlerinin sonuçları üzerine duran bu yaklaşıma göre, teknolojik avantajlar teknolojinin uluslararası düzeyde standart hale gelmesiyle ortadan kalkacaktır. Bu aşamada ülkeler arası üretim fonksiyonları benzer hale gelmeye başlayacak ve uluslararası dış ticaret, H-O koşullarına uygun hale gelecektir[74]. Teknoloji geliştiren ülke ihracatçı konumundan bu teknolojiyi bir şekilde edinen ülkeden ithalatçı konumuna geçer. Bu durumda karşılaştırmalı üstünlükler ucuz işgücüne sahip yerleşim alanlarına kayacaktır. Teorinin sınanmasına yönelik olarak İhracat ile ar-ge yatırımları arasındaki pozitif ilişkiyi gösterir çalışmalar yapılmıştır[75].

---

[72] Seyidoğlu, a.g.e., 2001, s.81.

[73] Raymond Vernon, "The Product Cycle Hypothesis in a New International Environment", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, No:41, 1979, ss.255-267.

[74] Michael V. Posner, "International Trade and Technical Change", **Oxford Economic Papers**, No:13, 1961, ss.323-341.

[75] D. Mehta, W. Gruber ve R. Vernon, "The R&D factor in International Trade and Investment of United States Industries", **Journal of Political Economy**, 1967, s.33.

Sanayi malları ticaretinin bir bölümünü açıklamaya çalışan kısmen daha etkili ölçek ekonomileri teorisine göre geniş iç piyasaya sahip olan ülkeler ölçek ekonomisinin etkili olduğu malları daha ucuza üreterek bunları ihraç ederken dar iç piyasası olan ülkeler, ölçek ekonomisinden bu faydayı sağlayamadıklarından diğer malların üretiminde uzmanlaşırlar. Buna göre iç piyasa hacmi dış ticarette temel belirleyici olduğundan, geniş piyasaya sahip GÜ sadece iç piyasa için üretim yapsalar bile üretim hacminin büyümesi maliyetleri düşüreceğinden, sanayi mallarında diğerlerine göre karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olacaktır.

Endüstri içi ticareti ölçek ekonomileri yoluyla açıklamaya çalışman monopollü rekabet teorisi ölçek ekonomisinden faydalanmak isteyen firmaların çok sayıda farklı türde mal üretmek yerine yalnız birkaç tür mal üretmeyi yeğlediklerini kabul eder. Böylece üretimin az sayıda mal türü üzerinde toplanmasının firmada uzmanlaşmayı sağlayacağını, verimini arttıracağını, düşen maliyetler ile ölçek ekonomisinden yararlanmış olacağını savunur[76]. Ayrıca firma ürettiği malda uzmanlaştığından bu malı ihraç ederken, diğerlerini ithal eder. Teori endüstri içi ticareti mal farklılaşması ve ölçek ekonomisi ile açıklamaktadır.

Ölçek ekonomikleri ve aksak rekabet teorilerinin dış ticaret bağlamında incelenmesinin tarihsel kökenleri klasik iktisatçılara kadar gitmektedir. Bir başka değişle yeni dış ticaret teorilerine kadar açık bir şekilde ifade edilmemekle beraber, daha öncesinde de ölçek ekonomileri ve rekabetçi olmayan davranış biçimlerinin dış ticaret içerisindeki yerini inceleyen çalışmalar bulunmaktadır.

Tercihlerde benzerlik veya taleplerin çakışması teorisinde sanayi mallarındaki ticaretin, faktör donanımlarından ziyade tüketici talebi tarafından belirlendiğini ileri sürülmektedir. Dış ticaretin üretim maliyetlerinden çok, ülkeler arasındaki zevk ve tercihlerin benzerliğine yani talebe bağlı olduğunu belirten teoride, sanayi ürünlerinin dış ticaretin benzer tercih ve gelir düzeyine bağlı ülkeler arasında geliştiği ifade edilmektedir[77].

Teori iki temel ilkeye dayandırılmaktadır. Birincisi bir ülkenin kişi başına geliri yükseldikçe, tüketicilerin talep ettiği ürünlerin nitelik düzeyi yükselir. Diğeri firmalar, iç piyasaya aşina oldukları için anavatanlarında piyasa paylarını ve kârlılıklarını elde

[76] Seyidoğlu, a.g.e., 2001, s.81.
[77] Staffan B. Linder, "An Essay on Trade and Transformation", **Almquist-Wiksell**,1961, ss.91-94.

etmeye çalışırlar. Daha sonra operasyonlarını talep yapısı bakımından benzer olan dış piyasalara genişletirler. Böylece ticaret benzer tat, tercih, yaşam standardı ve gelir düzeyi olan ülkeler arasında gerçekleşir[78]. Teori benzer faktör donanımına sahip ülkeler arasındaki endüstri içi ticaret ve DYY'lerin anlaşılmasında önemli rol oynamaktadır.

1.3.1.4.Yeni Uluslararası Dış Ticaret Teorisi

Yukarıda belirtildiği gibi 1960 sonrası dış ticareti açıklamaya çalışan tek tek teoriler ortaya konulmakla birlikte, tüm bu teorileri sistematik olarak, tek bir çatı altında toplayan ve literatürde yeni dış ticaret teorisi olarak da bilinen yeni uluslararası ticaret teorisi (new theory of international trade), geleneksel ve modern dış ticaret teorilerinden farklı varsayımlar ortaya koymuştur.

Yeni uluslararası dış ticaret teorisi Paul Krugman öncülüğünde geleneksel teorinin özünden sapmayarak dış ticaretin sadece karşılaştırmalı üstünlüğe dayanmadığını öne sürmüş, endüstriyel yapı ile DYY arasındaki ilişki kurmaya çalışmış ve bununla beraber ÇUF faaliyetlerini ön plana çıkarmıştır.

Günümüzde de izlenmektedir ki dünya ticareti, benzer faktör donanımına sahip ülkeler arasında ve benzer ürünlerle yapılan endüstri içi ticaret şeklinde olmaktadır. Benzer sermaye/emek oranı olan ülkeler arasında endüstri içi ticaret yüksek düzeydedir[79].

Gerçek anlamda yeni uluslararası dış ticaret teorisi Helpman ve Krugman'ın 1985 yılında "Piyasa Yapısı ve Dış Ticaret: Artan Getiriler, Eksik Rekabet ve Uluslararası Ekonomi" adlı eserinde ortaya konulmuştur. Teori hem ÇUF'ların ülke dışına yaptığı DYY'ı hem de yapılan uluslararası dış ticareti açıklamaya çalışmaktadır. Bu bağlamda endüstrinin organizasyonu ile DYY arasındaki ilişkiyi kurmaya çalışmakla birlikte ÇUF'ların faaliyetlerine ve rolüne özel önem veren bir teoridir[80].

Yeni uluslararası dış ticaret teorisi geleneksel uluslararası ticaret teorisinin özünden sapmadan ihmal edilen çok sayıda meseleyi, artan getiriler ve aksak rekabet

---

[78] Hanink, a.g.e., 1994, s.259.
[79] Osman Küçükahmetoğlu, Hamza Çeştepe ve Şevket Tüylüoğlu (Ed.), **Ekonomik Entegrasyon**: Küresel ve Bölgesel Yaklaşım, Ekin Yayınevi, Ankara, 2005, s.67.
[80] Berry, Conkling, and Ray, a.g.e., 1997, s.378.

piyasasına vurgu yaparak ele almıştır. Gerçekte teorinin 1960'lardan bu yana çok sayıda teorik çalışmayı ve/veya alternatif yaklaşımı bir araya getirdiği de söylenebilir. Teori aksak rekabet piyasası şartlarını kabulle ticaret ve yatırımın bir taraftan yığılma ekonomilerinden kaynaklanan dışsal ölçek ekonomiler yoluyla, diğer taraftan iç kapasite kaynaklı içsel ölçek ekonomiler yoluyla harekete geçtiğini belirtmektedir.

Ülkeler arasındaki farklılıklar ticarete yol açmakla birlikte, aynı zamanda uzmanlaşmayı mümkün kılan ölçeğe göre artan getiri fırsatını yakalamak için de ticaret yaparlar. Eğer endüstriler ölçek ekonomisine sahip olmak için üretim düzeylerini yeterince artırırlarsa, bu üretimde uzmanlaşma gerçekleşecektir. Sonuçta aynı faktör donanımına sahip ülkeler arasında bile uzmanlaşma ve ticaret kârlı şekilde meydana gelebilmektedir. Firmaların artan getiriden yararlanmak için piyasa payını elde tutması ya da artırmasının yarattığı baskı, endüstri içi ticaretin açıklanmasını kolaylaştırmaktadır. Endüstri içi ticaretin çoğu birbirlerinin piyasalarına girmeye çalışan az sayıda mal da uzmanlaşmış oligopolistik firmalar tarafından yapılmaktadır[81].

Eğer dış ticaret ulaşım ve iletişim maliyetlerinden bağımsız olsaydı, firmalar ya ölçek ekonomilerinden tam olarak faydalanabilecekleri bir yerleşim yerinden piyasaya hizmet eder ya da üretim lisanslarını yerleşik firmalara kiralayarak kiraladıkları firmaların yerel üretimlerinden ve/veya ihracatından kar payı elde ederdi. Ancak ÇUF yapısal ve aksak rekabetin bulunduğu zaman üretimlerini ve operasyon stratejilerini uzun dönemde risklerini minimize edecek şekilde piyasa paylarını artıracak veya koruyacak şekilde davranırlar. Ölçeğe göre artan getirinin varlığı üretimin belirli yerlerde yoğunlaşmasını zorlar. Endüstrilerin nereye kurulması gerektiğini belirlenmesi ise genellikle ilk kuruluş tarihine ve yerine bağlanabilir. Üretimin seçilmiş üretim yerine bağlılığı firmaları artan getirileri elde etmeye zorlayarak rekabet avantajı kazandırır. Dolayısıyla yeni dış ticaret teorisinde üretim yeri seçimiyle ilgili meseleler tarihi süreç ve artan getiri ilkesi ile açıklanmaya çalışılmaktadır.

Bu durum aynı zamanda ÇUF'ların ekonomideki önemini de vurgudur. Uzmanlaşarak farklılaştırılmış ürün üretme yeteneğine sahip firmalar artan getiriyi elde etmede başarılı olmuşlardır. Böylece yeni ticaret teorisi, geleneksel teorinin sağlayamadığı ilk başlangıç avantajları ile ilgili rasyonel bir temel de sağlamıştır. Helpman ve Krugman, firmaların daha geniş piyasaları elde etmek için ürünlerini

[81] Berry, Conkling, and Ray, a.g.e., s.379.

farklılaştırmak zorunda olduğu ve bu nedenle de aynı faktör donanımlı ülkeler arasında endüstri içi ticaretin hakim olduğunu belirtmişlerdir. Modellerinde, ürün farklılaştırmasına engelin olmadığı piyasalarda faaliyet gösteren monopolist firmaların ölçeğe göre artan getirilerin varlığına bağlı olduğu belirtmişlerdir[82]. Ayrıca modelde ülke büyüdükçe üreticilerin verimliliği artacağından büyük ülkelerin küçüklerden daha fazla ihracat yapabileceklerini belirtilmektedirler.

H-O teorisinde olduğu gibi bu modelde de ülkeler iç piyasadaki üretimlerinde uzmanlaşırlar. Dolayısıyla yeni uluslar arası dış ticaret teorisinde faktör bolluğundan ziyade ölçek ekonomileri karsılaştırmalı avantajların belirleyicisidir. Artan getiriler hasılada artışa yol açacak bu da birim maliyetleri azaltarak fiyatları düşürecek ve böylece ticaret hacmi artacaktır. Ölçeğe göre artan getiri sağlayan ülkeler dış ticaretten yarar sağlayacaklardır. Böylece bir taraftan ülkeler ve/veya firmalar diğer taraftan dünya ekonomisi, rekabetin, verimliliğin ve etkinliğin artması, toplam hasılanın yükselmesi, fiyatların düşmesi ile ticaretten kazanç sağlayacaktır[83]. Neticede yeni uluslararası dıs ticaret teorisi sanayileşmiş ülkeler arasında, farklılaşan malların doğurduğu endüstri içi ticareti açıklamaktadır.

1.3.2.Doğrudan Yatırımların Açıklanmasında Dış Ticaret Teorilerinin Yetersizliği ve Çokuluslu Firmaların Rolü

Sermaye üstünlüğüne sahip GÜ'lerin ellerinde tuttukları bu varlığı sermayenin kıt olduğu GOÜ'lere DYY şeklinde transfer etmekteleri nedeniyle neoklasik karşılaştırmalı üstünlükler teorisinin DYY'ları açıkladığı ileri sürülmüştür. Ancak neoklasik teorinin bu ilkesi endüstriler arasında meydana gelen yatırım akışını açıklamayamıştır[84]. Dolayısyla klasik ve neoklasik dış ticaret teorileri, firmaların ihracat, lisans veya yönetim sözleşmesi yapmak yerine, neden DYY yapma yoluna başvurduğunu açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Ayrıca DYY ve ÇUF'ların ortaya çıkışı göreceli olarak yeni olduğu için uluslararası dış ticaret teorisinde yer almamaktadır. Gerçekte ülkeler arasındaki dış ticaretin nasıl ortaya çıktığını, neden yapıldığı ve nerede gerçekleştiğini açıklamaya çalışan teoriler örtük şekilde de olsa firmaların neden ve nasıl DYY'ye başvurduğuna ilişkin görüşler içermektedir. Dünyada DYY

[82] Hanink, a.g.e., 1994, s.256.
[83] Frederick P. Stutz, A. R. De Souza, **The World Economy**: Trade and Development, 3rd Edition, Prentice Hall, New Jersey, 1998, s.431.
[84] Sharmistha Bagchi-Sen, "Foreign Investment: Direct", içinden Smelser, N. J. ve Baltes, P. B. (Ed.), **International Encyclopedia of the Social and Behavioral Sciences**, Elsevier, Amsterdam, 2001, s.5731.

akışlarının 2/3'ünün GÜ arasında meydana gelmesi, ÇUF'ların yavru şirketleri arasındaki endüstri içi ticaretinin varlığının dış ticaretin serbestleşmesi ile yaygılaştğını göstermektedir (Tablo:3.2).

Geleneksel dış ticaret teorisi DYY akışlarının yatırım üstündeki farklı faktör donanım getirileri tarafından kontrol edildiğini ileri sürmektedir. Bilimsel gelişmenin enformasyon alanında yarattığı hızlı gelişmeler neticesinde üretim ve üretimin dağıtımı ile yönetimi yeniden tanımlanmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak ulaşım ağının genişlemesi ve hızlanması, oluşan bu yapının güçlendirmesine katkı sağlamıştır. Bu yapı içersinde DYY'ı gerçekleştiren ve kaynak ülke dışında üretim yapan ÇUF'lar dünya mal ve hizmet üretiminde önemli bir faktör olmuşlardır. Uluslararası üretim yapabilen, birden fazla ülkeden akif değerleri olan veya bunları kontrolü altında tutabilen ÇUF'lar gerçekleşen sermaye hareketleri içinde DYY'daki yüksek orandaki payları nedeniyle oynadıkları değişen rolü ile önemlerini giderek arttırmaktadır.

İkinci savaş sonrası ilk kez ABD'de ortaya çıkan ve ardından Avrupa ve Japonya'ya yayılan ÇUF yirmibirinci yüzyıla girmeden önce GOÜ'de de görülmektedir. Çoğu ilk çıktığı ülke kökenli ÇUF'ın sahip oldukları ciro toplamları hacminin yüksekliği nedeniyle ülke ekonomilerindeki rollerini de güçlendirmektedir. Faaliyette bulundukları ülke ihracatı ve ithalatı ile dış ticaretine olan etkileri bunların başında gelmektedir. Diğer taraftan son dönemde stratejik açıdan rekabeti önlemeye yönelik oligopolistik yapılanmaları nedeniyle de çevrenin merkeze bağımlılığı konusunda eleştiriler öne çıkmaktadır.

ÇUF ölçek ekonomileri dayalı üretimlerini ihtiyaçları karşılayacak şekilde yapılandırmaları sonucunda klasik olarak öncelikle ihracatı ardından bir başka ülkede üretimi ve uluslararası yapılanma şeklinde oluşan stratejileri uygulayabilmektedirler. İleri seviyede örgütlenmenin neden olduğu merkezi kontrol ihtiyacı nedeniyle enformasyonun önemi de artmaktadır[85]. Ancak ÇUF'ın imalat sanayindeki paylarını giderek ileri teknolojiye dayalı üretim ve hizmetler sektörlerine kaydırmaları değişen stratejilerin dış ekonomik ilişkileri şekillendirme ile ülke ekonomilerine etkilerinin önemini arttırmaktadır.

[85] Karluk, a.g.e., 2002, s.431.

Doğrudan Yabancı Yatırım Teorileri ve Çokuluslu Firmalar

1960'lara kadar DYY, uluslararası sermaye diğer adıyla portföy teorisinin değişik bir şekli olarak kabul görmekteydi ve direkt olarak DYY'yi açıklayan teoriler bulunmamaktaydı[86]. Portföy teorisi, ülkeler arasındaki kar ve faiz farklılıkları nedeniyle firmaların yatırımlarını mali getirinin en büyük olduğu ülkeye yapacağını belirtmekteydi. Bu açıklama portföy yatırımları için oldukça makul olmakla birlikte DYY için çoğu zaman geçersiz olmuştur. Çünkü DYY nakdi şekildeki sermayeden ve kısa dönemli getiriden ziyade, uzun dönemli ve özellikle diğer faktör girdilerinin (girişim, teknoloji, yönetim bilgisi vb.) götürülmesini içermektedir. Dolayısıyla ne uluslararası portföy teorisi ne de klasik ve neoklasik yatırım modelleri ÇUF'ları ve DYY akışlarını açıklayamamaktadır[87].

Bir sermaye kaynağı olarak DYY'nın ülkeler için önemli hale gelmesi bu konuya ilginin artmasına ve çok sayıda teorinin ortaya atılmasına neden olmuştur. DYY'yi açıklamaya çalışan bu teorilerin bazıları ÇUF'ların niçin dışarıya yatırım yapmayı (outward) tercih ettiği üzerinde yoğunlaşırken, bazıları da bir ülkenin kendine DYY'yi nasıl çektiğini (inward) açıklamaya çalışmışlardır. Başkaları ise bazı ülkelerin DYY çekmede diğerlerinden neden daha başarılı/başarısız olduğu üzerinde yoğunlaşmışlardır[88]. DYY teorileri amaç ve yaklaşım bakımından farklı sınıflamalara ayrılabilmektedir. Ancak çalışmanın amacı açısından aşağıda DYY teorilerinin ÇUF etkisindeki aksak rekabet ve mikro temelli yaklaşımları ele alınacaktır[89].

1.3.3.1.Ürün Hayat Devreleri Teorisi

Raymond Vernon tarafından ortaya atılan teoride öncesi neoklasik dış ticaret teorisinin açıklamadığı uluslararası üretimi açıklama hedefindedir. Ürün devreleri teorisine göre bir sanayi ürününün ortaya çıkmasından sonra meydana gelen teknolojik yenilikler sonucu ürün farklı aşamalardan geçerek önce iç piyasada yaygınlık kazanır

---

[86] John H. Dunning, **Multinational Enterprises and the Global Economy**, Addison-Wesley, New York, 1993, s.68.

[87] Kadir D. Satıroğlu, **Çokuluslu Sirketler**, AÜ SBF Yayınları, Ankara, 1984, s.113.

[88] Imad A. Moosa, **Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice**, Palgrave MacMillan, New York, 2002, s.23.

[89] DYY'yi mikro ekonomik ya da firma teorisi açısından inceleyen yaklaşımlar, ÇUF'ların üretim tesisleri ve bölgesel merkezlerini seçerken kullandığı strateji ve onları harekete geçiren motivasyonları ele almaktadır. Diğer DYY teoriler ise genel olarak makroekonomik, parasalcı ve marksist yaklaşımlar olup DYY'ı makroekonomik siyasal/sosyal faktör ve süreçlere bağlama eğilimindedir.

daha sonra ihracat yoluyla dış piyasalara yayılır ve en sonunda da ürün icatçı firma tarafından yabancı bir ülkede üretilmeye başlanır.

GÜ firmalarının bilimsel bilgi ve prensiplere ulaşmada fırsat eşitliği farklı değildir ve bu durum her firmanın ürün geliştirmede eş olasılığa sahip olduğu anlamındadır. Risk alabilme özellikleri nedeniyle girişimcilerin rolü bilimsel prensiplerin yeni bir ürün oluşturmasındaki zaman farklılığında gizlidir. Diğer taraftan bilgi, yatırım ve ticaret kararlarında bağımsız bir değişkendir[90]. Bir başka değişle evrensel olarak yayılan ekonomik bir maldır. Teori bu varsayımlarla yeniliğin zamanlamasına, belirsizliğin önemine örtük olarak ölçek ekonomilerinin önemine dikkat çekmektedir.

Alım gücünün fazla olduğu doyurulmamış piyasalarda arge maliyetlerini içinde barındıran yüksek fiyatlı yeni ürünün satışı nispeten daha kolaydır. Diğer taraftan geri besleme için önemli olan ürünün standartlaşması sürecinde üretici ile tüketici iletişiminin daha fazla geliştiği bu tür piyasalar icatçı firmanın ilk üretim yeri olarak ta uygun bir piyasadır. Bu tür bir piyasada üretime başlandıktan sonra talep zamanla artar ve ürün standartlaşır. Bu standartlaşma artışı ürün farklılaştırmasının sonundan ziyade rekabetin artması ile uzmanlaşmayı sağlar[91]. Üretim yeri seçimi bu artan rekabetle etkileşim içindedir ve ürün ile birlikte üretimin standartlaşması esnekliğe olan ihtiyacın düşmesine neden olur ve sonunda maliyetlerin önemi ortaya çıkarır. Maliyetlerin kazanan önemi üretimin ilk üretim yerinden daha düşük maliyetli yere kaydırılmasına neden olur.

Her ürünün hayat devresinde yeni ürün, olgun ürün ve standartlaşmış ürün dönemleri olmak üzere üç aşama vardır. Üretimin ilk aşaması olan yeni ürün döneminde, ileri teknoloji ve yüksek gelir düzeyine sahip bir ülkedeki firma yerli piyasa için müşterilerine yakın bir yerde ürünü üretir. Bu aşamada üretim maliyeti yüksek, ürünü imal eden firma ürün üzerinde monopol gücüne sahiptir. Zamanla ürün tüketiciden gelen geri besleme ile geliştirilir. Ürüne olan talep arttığından ve teknolojisi geliştiğinden üretim maliyetleri düşer ve ikinci aşama başlamış olur. Diğer firmalarda benzer ürünler üretmeye başlayınca rekabet ortaya çıkar ve bu durum ürünü ilk üreten firmanın malını önce gelişmiş daha sonrada GOÜ'e ihraç etmesine yol açar. Ürüne olan talep ve rekabet artmaya devam ettiği sürece icatçı firma yerli ülke dışında üretime

[90] Raymon Vernon, "International Investment and International Trade in the Product Cycle", **Quarterly Journal of Economics**, Vol.80, No.2, 1966, s.191.
[91] Vernon, a.g.e., 1966, s.193.

karar verir ve DYY yoluyla ülke dışında üretim için tesisi kurar. Böylece yeni ürün olgun ürün aşamasını yaşarken, ürünü ilk üreten firmada ÇUF haline gelir. Ürünün ve üretim sürecinin standart hale gelmesi olan üçüncü ve son aşama diğer firmaların fiyat rekabeti öncü firmanın üretim yerini düşük maliyetli az gelişmiş ülkelere kaydırmasına yol açar. İcatçı firmanın ülkesi artık ürünü az gelişmiş ve/veya GOÜ'den ithal etmeye başlar.

Teori yeni bir ürünün önce GÜ'de piyasaya çıkacağı, sonra ihraç edileceğini, ürün olgunlaştığı zaman yerli ülke dışında üretime geçileceğini ve son aşamada üretimin az gelişmiş ülkelere kayarak ilk üreten ülkenin ithalatçı konuma geleceğini savunmaktadır. Bu bakışla teori bir ürünün zaman boyunca geçirdiği evreleri hem yerli ülkedeki hem de yabancı ülkedeki üretim, tüketim, ihracat ve ithalat bakımından ele almaktadır[92]. Ürün olgunlaşıp standart hale geldiğinde üretim maliyetleri önemli hale gelmekte, buda firmanın DYY yapmasına neden olmakta ve yerli ve yabancı rakiplerine karşı rekabetçi pozisyonunu korumasına neden olmaktadır.

Vernon, 1966 yılında yayımlanan "Uluslararası Yatırım ve Ürün Döngüsünde Uluslararası Ticaret" makalesinde ortaya koyduğu ürünün hayat devreleri hipotezini, 1974 ve 1979 yılında yayımladığı çalışmalarla değişen uluslararası şartlara göre yeniden formüle etmiştir. Vernon ÇUF'ların faaliyet alanlarının genişlediğini, ABD ile diğer GÜ'ler arasında gelir ve teknoloji düzeyi arasındaki farkın kapanması nedeniyle ürün devreleri hipotezinin geçerliliğini yitirmeye başladığını kabul edermiş ve hipotezini ÇUF' ların oligopolistik davranışlarını ele alarak geliştirmiştir[93]. Geliştirme emek maliyetleri yanında diğer maliyetlerin de göz önüne alınması ve ABD dışındaki GÜ'lerin yaptığı DYY' ye hipotezin uygulanabilmesi ile sağlanmıştır.

Ürünün hayat devreleri hipotezinde standartlaşmamış ürünlerin DYY'ye konu olmasını dikkate alınmamış ve firmaların karar verme süreci de aşırı basite indirgenmiştir[94]. Teori kaynak, etkinlik ve stratejik varlık aramaya dayalı DYY'yi tamamen göz ardı etmektedir[95] Ayrıca yüksek yenilik ve teknolojiye dayalı endüstrilerde

---

[92] Vernon, a.g.e., 1966, ss.198-207.
[93] Vernon, a.g.e., 1979, s.255.
[94] P. Buckley ve M. Casson, **The Future of the Multinational Enterprise**, McMillan, London, 1976, s.76.
[95] Dunning, a.g.e., 1993, s.71.

faaliyet gösteren ÇUF'ların yaptığı DYY'yi artık açıklayamamaktadır[96]. Yinede eksikliklerine rağmen teori DYY ve dış ticaret arasındaki dinamik ilişkiyi açıklaması ve halen küçük yenilikçi firmalar ile GOÜ' lerden uluslararası piyasalara girmeye başlayan yeni ÇUF'ların davranışlarını açıklama gücüne sahiptir[97]. Bu ülke firmaları başlangıçta kendi iç piyasalarına yönelik üretim yaparlar zamanla ürünlerini ihraç ederler ve en sonra DYY yoluyla üretimlerini diğer ülkelere gerçekleştirirler.

1.3.3.2.İçselleştirme Teorisi

İçselleştirme teorisi Coase ve Williamson'un işlem maliyetleri teorisinin uluslararası düzeye uyarlanmış halidir[98]. ÇUF'ların DYY faaliyetlerini açıklamak için atılan ilk genel yaklaşım olarak 1976 yılında Buckley ve Casson'un tarafından geliştirilmiştir ve "The Future of the Multinational Enterprise" adlı eser ile ortaya konmuştur[99].

İçselleştirme teorisi ÇUF'un kiralama veya lisanslama yöntemini mi kullanacağını yoksa DYY'ı tercih edip üretimi bizzat kendisi mi yapacağını açıklamaya çalışır. Firma lisanslama ve DYY arasında tercih yapar. Bu yaklaşıma göre, firmalar faaliyette bulundukları alanlarda kendi kendilerine yeterli olma ve diğer firmalara bağımlılıktan kurtulma çabası içindedirler. Firmalar bu özelliğe sahip olabilmek için, faaliyette bulundukları sektörlerin tüm piyasalarını bünyelerinde toplamak diğer bir değişle içselleştirmek zorundadır. Bu durum, ülke dışında gerçekleşmeye başladığı zaman firma ÇUF haline gelerek DYY faaliyetinde de bulunur[100]. Böylece piyasaların içselleştirilmesi firmanın ÇUF olmasını neden olurken DYY'ın da gerçekleşmesini sağlamaktadır.

Firmalar uluslararası piyasalardan ara malı alış satışında birçok aksaklık ve gecikme ile karsı karsıya kalmaktadır. Firmanın sahip olduğu kendine özgü avantajlar ile yabancı piyasalarda meydana gelen bu ve benzeri belirsizlikleri kullanmak istemesi üretimlerinde kullandıkları piyasalarının içselleştirmesine neden olur. Aksak piyasaların

---

[96] Dicken, a.g.e., 1998, s.184.

[97] M. J. Taylor ve N. Thrift, **The Geography of Multinationals**, Croom Helm, London, 1982, s.23. erişim:http://hcr3.isiknowledge.com/formViewCharacteristic.cgi?table=Publication&link1(17.12.2007)

[98] Michael W. Hansen, "Foreign Direct Investment and the Environment: A Transaction Cost Perspective", s.2. Erişim:http://ep.lib.cbs.dk/download/ISBN/x643573630.pdf (12.08.2007).

[99] Dunning, a.g.e., 1993, s.75.

[100] Buckley ve Casson, a.g.e., 1976, s.33.

varlığı firmaların piyasaları içselleştirmesine neden olan bir faktördür[101]. DYY, firmanın içsel işlemleri ile piyasa işlemlerinin yer değiştirmesi suretiyle meydana gelir. Firma için marjinal faydalar marjinal maliyetlere eşit olana kadar içselleştirme ve DYY süreci devam eder[102].

Piyasaları içselleştirme süreci iki türlüdür. Birincisi, çok aşamalı üretim sürecinin dikey olarak bütünleştirilmesidir. Burada ürünün her aşamasında üretimi yeri seçimi, birim başına üretim ve ulaşım maliyetleri minimizasyonu göz önüne alınarak yapılır. Üretim, pazarlama ve ar-ge'nin bütünleştirilmesi olan ikinci süreç de ise, yer seçimi karmaşıktır[103]. Üretim için maliyetlerinin en düşük olduğu yer seçilir. dağıtım, Reklam ve stoklamayı içine alan pazarlama faaliyetinde tüketici ile doğrudan iletişim ve hemen teslim gibi konular söz konusu olduğundan yer seçimi piyasa olmalıdır. Ar-Ge faaliyetleri ise iletişim maliyetlerinin düşük, kalifiye işgücünün bol, eğitim ve teknik araştırma kurumlarının yoğun bulunduğu piyasada veya onun yakınında yer alabilir.

Teori ÇUS ve DYY teorisine önemli katkılardan biri olarak anılmakta ve içselleştirme sürecini ortaya koyarken DYY'nin yer seçimi ile ilgili genelde olsa bir takım saptamalarda bulunmaktadır. Firmalar içselleştirme sonucunda gecikme, pazarlık ve müşteri belirsizliklerinden kaçınabilme, hükümetin yaptığı düzenlemelerin etkilerini transfer fiyatlandırması yoluyla en aza indirebilme ve piyasalar arasında fiyat farklılaşması uygulayabilme gibi faydalar elde ederler[104]. Eleştirisi ise teorinin ampirik içeriği olmayacak kadar genel olduğu ve doğrudan test etmenin mümkün olmadığıdır[105]

1.3.3.3.Eklektik Paradigma – OLI Paradigması

Eklektik paradigma ÇUF'ların DYY faaliyetlerinin niçin ve nerede yapıldığını belirleyen faktörleri açıklamak üzere John. H. Dunning tarafından geliştirilen mikro temelli en kapsamlı sayılabilecek bir yaklaşımdır[106]. Bu yaklaşım, endüstriyel organizasyon, firma, dış ticaret, içselleştirme ve yer seçimi gibi teorilerinin içeriklerini sentezleyerek, DYY'i açıklamaya çalışan analitik bir teorik çerçeve ortaya koymuş, bu nedenle de eklektik paradigma olarak adlandırılmıştır. Temel hipotezleri, firmaların üç

---

[101] Buckley ve Casson, a.g.e., 1976, s.38
[102] Moosa, a.g.e., 2002, s.33
[103] Buckley ve Casson, a.g.e., 1976, ss.45-55
[104] Lütfü Öztürk, "Serbest Bölgelerdeki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları: Dünyadaki Uygulamalara Teoriler Işığında Bir Bakış", **Akdeniz İİBF Dergisi**, Sayı 7, 2004, s.118.
[105] Moosa, a.g.e., 2002, s.33
[106] John. H. Dunning, "The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production: Past, Present and Future", **International Journal of the Economics of Business**, Vol:8, 2001, ss.173-190.

avantajın varlığı ve sahipliği durumunda bir başka ülkede DYY'nin yani yatırım ve/veya üretimin gerçekleştirilebileceğidir. Bunlar[107]:

Firma diğer rakip ülkelerin firmalarının sahip olmadığı kendine özgü maddi olmayan (dokunulamaz/görünmeyen/soyut-intangible assets) veya maddi varlıklardan oluşan avantajlara sahip olmalıdır ki üretim ve/veya yatırım yapacağı ülkedeki yerleşik oradaki bilgi ve tecrübeye sahip firmalar ile rekabet edebilsin. Buna Firmaya özgü avantajlar veya sahiplik avantajları (ownership-spesific advantages-O) denilmektedir.

Bu ilk özelliğe sahip firmanın sahip olduğu bir avantaj sayesinde bir başka ülkede üretim yapması bu avantajını satma ve/veya lisanslamadan veya malını ihraç etmeden daha karlı hale gelebilmelidir. Firma bu avantajını içselleştirerek kullanır ve bu firmanın ve bu firmanın İçselleştirme avantajları (internalization advantages-I) olarak adlandırılır.

Bu iki koşulun gerçekleşmesi, firma avantajlarını bir başka ülkede kârlı şekilde kullanabileceği bir yerin bulunmasına bağlıdır. Bu yeni yer firmanın kendi ülkesindekinden daha avantajlı ve çekici olmak durumundadır. Aksi durumda firma DYY yapmak yerine ihracat yapmayı veya lisanslamayı tercih edecektir. Bu durum yerleşime özgü avantajlardır (Location-spesific advantages-L).Bu üç avantaja Dunning sahiplik (Ownership-**O**), yerleşim (Location-**L**), ve içselleştirme (Internalization-**I**) avantajları kısaca OLI avantajları adını vermiştir[108]. Bu nedenle eklektik paradigma OLI paradigması olarak da adlandırılmaktadır.

Firmanın ilişkili aktivitelerinin merkezi yönetimiyle elde edilen avantajlar ile ticari sır ve patent gibi imtiyaz avantajları bir bütün olarak sahiplik avantajını oluşturur. Müşteriye yakınlık ve görece ucuz işgücü ile DYY yapılacak ülkenin ticaret mevzuatı ve üretim süreci üstünlüğünden ortaya çıkan avantajlar yerleşim avantajlarları kapsamındadır. İçselleştirme avantajı ise firmanın aksak rekabet piyasasında faaliyet göstermesiyle elde ettiği avantajlardır

OLI avantajlarının her biri önceki çeşitli teoriler tarafından açıklanmıştır. Ancak farklı teorileri eklektik paradigma bünyesinde birleştirerek karmaşık bir olgu olan DYY bu bütüncül yaklaşımda açıklanmıştır. Nitekim Dunning, firmanın sahip olduğu avantajları firma ve endüstriyel organizasyon teorisinden; firmanın sahip olduğu

[107] Dunning,a.g.e., 1988, s.25.
[108] Dunning, a.g.e., 2001, s.173.

avantajları neden üretimi içselleştirmek için kullanması gerektiğini, mülkiyet hakları, işlem maliyeti ve içselleştirme teorisinden; üretimin yerini belirleyen faktörleri ise yer seçimi ve dış ticaret teorisinden elde etmek suretiyle oluşturulmuştur[109].

Teoriye göre ülkelerce yapılan tüm DYY şekilleri yukarıdaki şartlara göre açıklanabilir. Ancak hangi ülkenin, endüstrinin veya firmanın DYY'ye maruz kalacağı hakkında a priori bir tahmin yapılmamakta buna karşın, OLI avantajlarının ülkeler, endüstriler ve firmalar arasında düzgün bir şekilde dağılmayacağını varsayılmaktadır. Ayrıca OLI avantajları statik değil, birbiriyle etkileşim içindedir. Bu nedenle zaman içinde değişime uğrayabilir. Eğer ülkeye özgü özellikler DYY'nin belirlenmesinde önemli ise o zaman bir ülkenin deneyimini diğerine genelleştirmek doğru olmayabilir.

Eklektik paradigmanın DYY'yi açıklaması şu şekilde de ifade edilmektedir. Firmanın sahiplik avantajı olduğu bir mala talebin varlığı varsayımı altında, içselleştirme ve yerleşim avantajının durumu ne olur. Bu şartlarda üç olasılık söz konusudur: Birincisi firmanın içselleştirme avantajı yoksa bu avantajını bir başka firmaya lisans olarak verebilecektir. İkincisi, firmanın içselleştirme avantajı varsa ve ülkesinde yerleşim avantajı büyümesine katkı sağlayacaksa, firma ülkesinde büyüyecek ve ihracat yapabilecektir. Üçüncü olarak yine firma içselleştirme avantajı varsa ancak bir başka ülkede yerleşim büyümesine katkı sağlayacaksa, firma DYY yönelebilecek ve ÇUF' a dönüşebilecektir[110].

OLI avantajları hem birbiriyle ilişkili hem de ayrı olarak düşünülebilir. Firma yerleşim kararı ile bir piyasaya giriş kararı birbirinden ayrı iki bağımsız karar olabilir. Ayrıca sahiplik avantajı hem içsel hem de bir başka firmadan satın alınarak elde edilebilir[111]. Kısaca Dunning'in eklektik paradigma yaklaşımı sahiplik, yerleşim ve içselleştirme avantajları bakımından DYY'ın kim tarafından, nerede ve niçin yapıldığını analiz etmeye çalışmaktadır. Sahiplik avantajı firmaya özgü olup firmanın dışarıda yatırım yapabilmesini mümkün kılar. Yerleşim avantajı, bir ülkeye özgü olup üretim yerinin seçimini gerektirir. İçselleştirme avantajı ise, dış üretimin lisans verme gibi piyasalar aracılığıyla mı yoksa DYY ile mi yapılacağını belirler.

[109] Dunning, ag.e., 1993, s.80.
[110] Moosa, a.g.e., 2002, s.37.
[111] Dunning, 1988, s.30.

Birçok eleştiriye rağmen OLI paradigması DYY faaliyetlerinde ÇUF'ların rolünü ve bu bağlamda dış ticareti açıklamakta en geçerli teorilerdendir[112].Eleştirilerden biri OLI avantajlarını belirleyen parametrelerin sayısının çok olması ve bunların tahmin değerlerinin sıfır veya sıfıra çok yakın olmasıdır. Diğeri, OLI değişkenlerinin birbirinden bağımsız olması yönündedir. Bir diğeri ise, teorinin firma stratejik tepkilerine yeterince izin vermediği için statik bir yaklaşım olduğu yönündedir. Dördüncüsü, farklı para birimlerinin gücünden kaynaklanan piyasa aksaklıklarını içermediğidir[113]. Sonuncusu ise, eklektik paradigmanın diğer teoriler gibi DYY konusuna tümüyle mikro ekonomik perspektiften yaklaştığıdır[114].

Dunning bu eleştirilerden parametre sayısına yönelik eleştiriyi her genel modelin bu tür bir eleştiriye tabii tutulabileceği belirterek cevaplamıştır. OLI değişkenlerine yönelik eleştiriyi haklı bulmakla beraber bu tür bir tasnifin politika belirlenmesinde fayda sağlayacağını savunmaktadır. Teorinin statikliği yönündeki eleştiriyi firma kararlarının geçmişten etkilendiği ve bu nedenle de teorinin dinamiklik içerdiği gerekçesi ile reddetmektedir. Teorinin dinamik olması onu içselleştirme teorisinden farklı kıldığı gerekçesi ve kendisinin makroekonomi tanımının, teorinin mikro ekonomik olduğu eleştirisini yapanlardan, farklı olduğunu öne sürerek cevaplamıştır. Sonuçta OLI paradigması uluslar arası aktiviteleri açıklamayacak genelliktedir, dinamiktir ve tüm firmalar/ülkeler/bölgeler için geçerlidir[115].

Yukarıda ana hatları ile açıklanan teoriler DYY'ı farklı açılardan ele alarak analiz etmektedir. Burada ele alınan DYY teorilerinin kısaca karşılaştırıp avantaj ve dezavantajlarını vurgulanması gerkirse; bunlardan OLI paradigması firma, endüstri ve ülke ölçeklerinde uygulanabilirlilik açısından en kapsamlısıdır. Onu firma ve endüstri ölçeklerinde uygulanabilirliliği ile ürün hayat devreleri teorisi ve endüstri ölçeklerinde uygulanabilirliliği ile de içselleştirme teorisi izlemektedir. DYY'nin amaçlarına göre OLI paradigması hammadde ve etkinlik yönünden DYY'ı açıklayan en geniş teoridir. İçselleştirme teorisi DYY'ı etkinlik yönünden açıklarken ürün hayat devreleri teorisi öncelikli olarak hammadde sonra piyasa ve etkinliği gözeterek açıklamaktadır. Bu bağlamda piyasa başarısızlığı açısından ürün hayat devreleri teorisi yapısal

---

[112] Dunning, a.g.e., 2001, ss.176-180.

[113] Robert Z. Aliber, "A Theory of Foreign Direct Investment", içinden Johan H. Dunning, (Ed.), **The Theory of Transnational Corporations**, UNLTNC, Vol:1, Roudletge, London and New York, 1993.

[114] Kiyoshi Kojima, "Macroeconomic Versus International Business Approach to Foreign Direct Investment", **HitOsubashi Journal of Economics**, Vol:23, 1982, ss.630-640.

[115] Johan H. Dunning, "The Eclectic Paradigm of International Production: A personal Perspective", içinden C. N. Pitelis ve R. Sugden (Ed.), **The Nature of The Transnatinal Firm**, New York, 1991, s.130.

başarısızlılıkları ele alırken içselleştirme teorisi işlemsel başarısızlıkları ele almaktadır. Ancak OLI paradigması yapısal ve işlemsel başarısızlıkları ele almaktadır[116]. Ayrıca OLI paradigması bakış açısından paradigma tüm avantajları içerirken içselleştirme teorisi sahiplik avantajını ürün hayat devreleri teorisi ise hem sahiplik hem de yerleşim avantajlarını içermez. Diğer taraftan ürün hayat devreleri teorisi teoride faktör donanımını ele alırken faktör donanım ve piyasa başarısızlığının ikisi birden hem OLI paradigması ve hem de içselleştirme teorisinde ele alınmaktadır. Özde ürün hayat devreleri inovasyon, içselleştirme teorisi beşeri sermaye ve OLI paradigması sahiplik gibi farklı konuları öne çıkartarak DYY'ı açıklamaktadırlar.

1.4.Sermaye Hareketi Teorileri

Klasik yaklaşımda, ekonominin serbestleştirilmesi savunulduğundan devletin ekonomiye müdahale etmemesi ve ekonomik faaliyetlerin tam rekabet koşullarında gerçekleştirilmesi savunulmuştur. Bu çerçevede ödemeler dengesinin sağlanmasına yönelik olarak da herhangi bir müdahaleye gerek yoktur ve denge otomatik olarak sağlanabilecektir. Altın standardı teorisine göre paranın dış değeri dış ticaret dengesi bozulduğunda altın giriş çıkışları ile dengelenecektir. Giriş ve çıkışlar neticesinde para miktarının azalması miktar teorisi göre o ülkenin fiyatlarının düşmesine neden olacaktır. Ödemeler bilançosu fazla veren ülkede para miktarının artması fiyatları arttıracaktır[117]. Buna göre bir ülkede fiyatlar düşerken diğerinde yükselmesi dış dengeyi sağlayacaktır ve bu denge tam istihdam seviyesinde gerçekleşecektir.

Keynes'in Genel Teori adlı eserinin yazıldığı dönem uluslararası sermaye hareketlerinin önemli oranda gelişmediği bir dönemdir. Ancak Keynes'e göre para değerindeki düşüş beklentisi yatırımları cazip hale getirdiğinden sermaye talebi eğrisini ve dolayısı ile genelde sermayenin marjinal etkinliği eğrisini yükselterek istihdamı artırır. Para değerinin yükselmesi yönündeki bir beklenti ise tersine sermayenin marjinal etkinliği eğrisini düşürerek ekonomide daraltıcı bir etki doğurur. Bu çerçevede bir yatırımın gerçekleşebilmesinin koşulları hem sermayenin talep eğrisine hem de faiz

---

[116] OLI paradigmasına göre, iki tür piyasa bozukluğu söz konusudur. Bunlar yapısal ve işlemsel (transactional) bozukluklardır. Yapısal bozukluklar, ÇUF'ın yerleşim kararlarını etkileyeceği gibi, bu bozukluklar hükümet müdahalelerini de kapsamaktadır. İşlemsel bozukluklar ise, firmaların monopol kazançlarını artıran ve diğer firmalara göre avantajlara sahip olmasına sebep olan sahiplik avantajlarının daha da artmasıdır. Ayrıntı için bkz. Dunning, ag.e., 2001, ss.176-180.

[117] Sürreya Hiç, "Keynesgil Sistem, Maliye ve Para Politikaları Temel İlkeleri", **Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, İstanbul, 1997, s.21.

oranına bağlıdır[118]. O halde kısa ve uzun dönemde yatırım, dolayısı ile sermaye ihtiyacına bağlı olarak sermaye hareketi, faiz oranın belirlediği yatırım akışına göre sermayenin marjinal etkinliği eğrisi ile aralarındaki ilişkiye bağlıdır.

İkinci savaş öncesi uluslararası sermaye hareketleri yurtiçi ve yurtdışı getiriler arasındaki fark ile ilişkilendirip açıklanırken savaş sonrası sermaye hareketleri ödemeler dengesi teorisinin bir parçası olarak açıklanmıştır. 1950' lerde Markowitz ve Tobin tarafından geliştirilen portföy teorisi kısaca yatırımcıların, beklenen getiri ve risk faktörüne bağlı olarak alternatif aktiflerden maksimum fayda sağlama hedefinde olduğunu ön sürer. Bu çerçevede yatırımcılar farklı ülkelerdeki yatırım araçlarının getirilerini, ülke paralarındaki beklenen değer değişimini de göz önüne alarak değerlendirmekte ve böylece verilen karar doğrultusunda sermaye hareketleri gerçekleşebilmektedir.

Anlaşılabileceği üzere portföy teorisi olarak bilinen bu yaklaşım özel finansal sermaye hareketlerini kapsamaktadır. Bu yönü ve içeriği nedeniylede, sonrasında ortaya çıkan ve J. Marcus Fleming ve Robert Mundell tarafından öne sürülen, iki ülkedeki farklı faiz oranlarının neden olduğu sermaye hareketlerini açıklayan "sermaye akımı teorisi" olarak da bilinen Mundell-Fleming modeli ile pek örtüşmemektedir. Aşağıdaki alt başlıklarda diğer yaklaşımlarla beraber açıklanacak olan model kısaca klasik IS-LM modelini, açık bir ekonomide ve sınırsız sermaye hareketleri koşullarında analiz etmektedir.

1.4.1.Geliştirilen Portföy Teorisi: Markowitz ve Tobin

Portföy teorisine göre yatırımcılar beklenen getiri ve alınacak riske bağlı olarak değişik aktiflerden en yüksek faydayı sağlamak hedefindedirler. Portföy teorisinde yatırımcılar değiş ülkelerdeki yatırım araçlarının getirilerini ülke paralarında beklenilen değer değişimini de göz önünde tutarak karşılaştırmakta ve sonuçta bu sermaye harekelerine neden olmaktadır. Portföy teorisi olarak bilinen bu yaklaşım 1950' lerde Markowitz ve Tobin tarafından geliştirilmiştir.

Sermaye Hareketlerine portföy dengesi yaklaşımı geleneksel faiz paritesi teoremine özelde kısa vadeli sermaye hareketlerinin göreli faiz oranına bağlı olduğunu ileri sürmesi açısından benzerlik göstermektedir. Geleneksel faiz teorisi sadece

[118] Betül Tosun ve Tahir Büyükakın, "Keynesyen Düşüncenin Gelişimi", **İÜ Maliye Araştırma Merkezi Konferansı**, Otuzsekizinci Seri, 1998, ss.165-182.

sermaye hareketlerini ele almasına karşın portföy teorisi menkul kıymetlere yönelik talebin akım sermayeden ziyade stok sermaye ile ilişkili olduğunu savunmaktadır. Burada stok sermaye hem göreli getiri oranları hem de iki ülkedeki menkul kıymetlerin parasal değeri ile ilgilidir. Başlangıçta da belirtildiği gibi teorinin geleneksel hali ilk kez Tobin ve Markowitz tarafından ortaya atılmış Mundell ve Whitman tarafından da ele alınmıştır[119]. Başlangıçtaki bu çalışmalar hem eleştirilmiş hem de geliştirilerek test edilmiştir.

Portföy teorisinin sermaye hareketlerini açıklamadaki yetersizliğine yöneltilen eleştirilere rağmen teori bağlamında sermaye hareketlerinin akım ve stok dengesinin dışa açık küçük bir ekonomide tam istihdamın gerçekleştiği genel denge modeli E. John Floyd tarafından oluşturulmuştur[120]. Model menkul kıymet, mal ve döviz kuru piyasasının tanımlandığı üç denklemden oluşmaktadır[121]. Floyd, yurt içine net kısa vadeli portföy yatırımlarını yurt içi üretim düzeyi, dış alem faiz oranı, reel para balansları ile yurt içi fiyatlar genel düzeyinde beklenen artış ve yerleşiklerin sahibi olduğu fiziksel sermayeden elde ettikleri getiri ile ilişkilendirerek sabit ve esnek kur sistemlerinde sermaye hareketlerinin makro ekonomik denge üzerindeki etkilerini inceleyerek para politikasının muhtemel etkisini analiz etmiştir.

Neticede portföy teorisi, iki ülke arasında gerçekleştirilen sermaye hareketlerini bahse konu ülkelerdeki faiz oranları arasındaki farkla ilişkilendirilmektedir. Ancak bu şekilde gerçekleşen uluslararası sermaye hareketleri menkul kıymet dolaşımının akım ve stok etkilerini de barındırmaktadır. Diğer bir ifade ile portföy yatırımları sadece faiz oranları farkının değil bahse konu ülkelerdeki menkul kıymetlerin

---

[119] James Tobin, **The Theory of Portfilo Selection in theTheory of Interest Rates**, F.Hahn F.P.R., 1965, s. 37.

[120] E. John Floyd, "Portflio Equilibrrium and The Theory of Capital Movements in International Mobility and Movement of Capital", **National Bureau of Economic Research**, New York, 1972, ss.91-124

[121] Menkul kıymetler piyasasında, yurt içi yerleşiklerin sahip olduğu fiziksel sermayeden elde ettikleri getiri (Q), reel para balansları (M/P), yurt içi üretim düzeyi (Y) ve fiyatlar genel düzeyinde beklenen artış (R*) ile ilişkilendirilmektedir. Mal piyasası, gelir-harcama ilişkisi üzerine kurulurken döviz piyasasındaki denge ise ödemeler bilançosu dengesi ile sağlanabilmektedir. Fiyatlar genel düzeyinde ve denge döviz kurunda ortaya çıkan değişmelere neden olan dışsal değişkenler, nominal para stoku (M) ve fiyatlar genel düzeyinde beklenen yükselme oranıdır. Bunun anlamı; fiyatlar genel düzeyinde ve denge döviz kurunda ortaya çıkan değişmeler, Q'yu etkileyerek sermaye hareketlerine neden olacağıdır. Bunun nedeni ise yatırımcıların portföylerini revize etmek istemeleridir. Amaç ise riskten arınarak getiri maksimizasyonu sağlayabilmektir. Bu çerçevede ortaya çıkan sermaye hareketleri, sabit kur sisteminde rezervlerin artması/azalması ile karşılanırken esnek döviz kuru sisteminde döviz kurunun değişimi veya ihracat/ithalat uyumu ile sağlanır. Esnek kur sisteminde para arzında ortaya çıkabilecek bir artış yerli malaların fiyatının dolayısı ile döviz kurunun artması anlamındadır. Diğer taraftan Q'daki değişme nedeniyle reel para stokunda veya yurt içi fiyatlar genel düzeyinde olabilecek bir değişme ödemeler bilançosunda bir defaya mahsus bir değişmeye neden olur. Bu değişme döviz kurunda meydana gelen hareketin ithalat ve ihracata yansıması ile finanse edilir ve oluşan fiziksel sermaye getirisindeki artış nedeniyle sermaye hareketi gerçekleşmiş olur. Ayrıntı için bkz. Floyd, a.g.e., 1972, ss.91-124

toplam değerindeki büyüme oranının da bir fonksiyondur[122]. Yüksek faizli menkul kıymetlere yönelim akım etkisini ifade ederken, faiz oranı yükselmesi neticesi bozulan denge sonucu var olan menkul kıymetlerin bileşenlerinin değişmesi stok etkisini ifade eder. Bu çerçevede bir ülkede yükselen faiz oranı hem sermayeyi çekerken hem de stok etkisi ile mevcut menkul kıymet değerinin daha da artmasına neden olmaktadır.

Geleneksel Keynezyen ekol uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili bir model geliştirmemiş olmakla beraber Keynezyen okulun savunucularından olan Tobin ve Markowitz tarafından geliştirilen bu portföy teorisi kullanılarak yabancı sermaye hareketleri açıklanmaya çalışılmıştır. Geleneksel neoklasik teori ile bazı benzerlikler gösteren bu yaklaşıma göre kar maksimizasyonu firmaları motive eden en önemli araçtır. Geleneksel neoklasik yaklaşımda, yüksek sermaye ve düşük emek gücüne sahip ülkelerin bu avantajları nedeniyle sermaye yoğun üretim metotları ile mal ve sermaye ihraç etmeleri böylece sermayenin kar oranları düşük olan ülkelerden yüksek olanlara akması şeklinde özetlenebilecek uluslararası sermaye hareketleri, Portföy teorisinde de kar oranlarındaki uluslararası farklılığın bir fonksiyonudur[123]. Kar oranlarındaki farklılıklarla uluslararası üretimi ve sermaye hareketlerini açıklayan bu yaklaşıma göre; karı en üst düzeye çıkarma isteği firmaları motive eden temel belirleyici olduğundan yatırımcılar kar maksimizasyonuna ulaşmak için yatırımlarını çeşitli ülkelerde yaparak toplam risklerini azaltmaya çalışırlar.

Bu yaklaşımı kuvvetlendirecek ampirik sonuçlar zayıf olmakla birlikte Portföy teorisi şu anlama gelmektedir: Ülke içi yatırımların riskinin ve getirisinin düşük olması durumunda yabancı yatırım, firmanın toplam riskini düşüreceğinden firmalar doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını tercih edebilirler[124]. Pörtföy teorisi bu hali ile ile kar oranlarındaki farklılıklar nedeniyle DYY'nin gerçekleşeceğini savunan ekollere benzemektdir. Bu durumda yabancı ülkedeki ve ülke içindeki riskler arasında sıfır (veya negatif) korelasyonun olması durumunda doğrudan yabancı sermaye yatırımları firma için çekici hale gelebilemektedir.

---

[122] Herbert G. Grubel, "International Diversity Portfilos: Wellfare Gains and Capital Flows", **The American Economic Review**, 1968, s.54.

[123] Agorwal Jamuna, "Foreign Direct Investment in Developing Countries: the case of Germany" **J.C.B.**, Mohr Tubinger, 1991, s.7.

[124] N.C. Pitelis ve R. Sugden, **The Nature of the Transnational Firm**, John Cantwell (Ed.), A Survey of Theories of International Production, New Producer, New York. 1991, s.18.

1.4.2.Ödemeler Dengesi Yaklaşımı

Ödemeler dengesi yaklaşımı, bir ülkenin döviz arz ve talebinin kurlardaki değişmelerden oluştuğundan hareketle döviz gelir ve gideri işlemlerinin ödemeler dengesinde yer aldığını kabul eder. Diğer bir değişle bu yaklaşım cari işlemler dengesi ile sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi analiz eder. Cari işlemler açığının yüksek olduğu dönemlerde sermaye hareketleri girişinin görece fazla olması ödemeler dengesi yaklaşımını destekler niteliktedir.

Dışa kapalı bir ekonomide yurt dışından borç alma ve verme şeklinde bir sermaye hareketi gerçekleşmeyeceğinden ödemeler dengesinde de bir dalgalanma görülmeyecektir. Özel tüketim ise sürekli gelir hipotezi çerçevesinde düşünülür ise gelir, yatırım ve kamu harcamaları genişletildiğinde, cari işlemler hesabı tarafından tüketim dengelenecektir[125]. Çünkü sermaye hareketlerinin görülmediği durumda ülke nakit akımını oluşturan kalemlerden birinde ki genişleme veya daralma diğer kalemlerce dengelenebilmektedir. Bu çerçevede ödemeler bilançosundaki dengesizlikler, yatırımcıların beklentilerinden kaynaklanmaktadır[126]. Diğer bir ifade ile yatırımcılarda rezerv yetersizliği konusuna bir beklenti oluştuğunda sermaye ülke dışına çıkabilmektedir.

Açık ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide, ekonomik aktörler hiç bir kısıtlamaya uğramadan borç alıp verebileceğinden ülke nakit akımına yönelik kaymalara karşı tüketimlerini dengeleyebilirler. Sermaye piyasalarında hareketlerin sınırsız olduğu bir ekonomide geçici şokların olması halinde aktörler bu şoklar karşısında tüketim dalgalanmalarını önleyebilmek veya azaltabilmek amacıyla ihtiyaçları oranında sermaye talep ederler[127]. Bir ülke tüketimini dengelemek amacıyla gerektiği kadar borçlanamıyorsa dışardan bulabileceği borca bağlı olarak ödemeler dengesini düzenlemelidir. Bu süreçte borçlanma şartları yurtdışı finansman lehine döndüğünde ekonomik dengelerde muhtemelen bundan etkilenir. Neticede sermaye hareketlerinin etkisi ile ödemeler dengesinde dalgalanmalar oluşur.

---

[125] R. Luiz De Mello ve Khaled A. Hussein, "International Capital Mobility in Developing Countries", **Journal of International Money and Finance**, Vol: 18, s.380.

[126] Paul R. Krugman, **Currencies and Crises**, The MIT Pres, Cambridge, 1997, s.76.

[127] Muhsin Kar ve Akif Kara, " Finansal Entegrasyon ve Sermaye Akışkanlığı", **İşletme ve Finans**, Sayı:180, s.65.

Mundell-Fleming Modeli

İkinci Dünya Savaşı öncesi uluslararası sermaye hareketlerinin nedeni, sermayenin yurt içi ve yurt dışı getirileri arasındaki fark olarak açıklanırken, İkinci Dünya Savaşı sonrasında sermaye hareketleri, ödemeler dengesinin bir parçası olarak açıklanmaktadır. Buna göre ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları, sermaye hareketlerine sebep olmaktadır. Bu teori J.Marcus Fleming ve Robert Mundell' in "Sermaye Hareketleri Teorisi" olarak bilinmektedir[128]. Sermaye hareketleri faiz farklılıkları nedeniyle ülkeler arasında, yüksek faiz oranlarının olduğu ülkeye doğru hareket etmesi, faiz arbitrajının doğurduğu olanaklardan faydalanmak amaçlıdır. Bu şekilde bir hareket, sermayenin yüksek faizli ülkede bollaşmasıyla birlikte, arbitraj olanakları kalmayıncaya kadar devam edecek ve sonuçta söz konusu ekonomideki faiz oranlarının düşerek uluslararası faiz oranlarıyla eşitlenmesi sağlanmış olacaktır.

Faiz oranlarının yükselmesi, sermaye akımlarını çekmekte, döviz kuru değer kaybı yoluyla da dış ticaret bilançosu bozulmaktadır. Mundell-Fleming modelinin temelinde, Keynesyen modelin tipik sermaye hareketsizliği varsayımının olduğu söylenebilir. Çünkü Keynesyen modelde de, sermayenin parayı güçsüz hale getirdiği, genel bir varsayım olarak kabul edilmiştir. Mundell-Fleming modeli açık ekonomideki para ve maliye politikalarının kısa dönemli etkilerini gösteren, 1963 yılında bir öncü kaynak niteliğinde ortaya çıkarılmış bir modeldir. Bu analiz basitliği ve teorik sonuçları itibariyle sağlam birçok bilgileri açıklığa kavuşturmuştur. Mundell, John Hicks' in kapalı ekonomiler için geliştirdiği IS-LM modelinden yola çıkarak, dış ticaret ve sermaye hareketlerini IS-LM modeli içine dahil etmiştir.

Hicks'in analizi, Mundell' e uluslararası sermaye hareketlerinin derecesinin belirlenmesindeki düzenleme politikaları konusunda öncü fikirler vermiştir[129]. Böylece Mundell, döviz kuru rejimleri ile ilgili de önemli ekonomi politikası etkilerine ulaşmıştır. Serbest döviz kurunun geçerli olduğu rejimlerde para politikası etkin olabilirken, maliye politikası etkinsiz kalmaktadır. Bu yönüyle de sabit döviz kuru sisteminin karşısındadır. Marcus Fleming ise IMF de çalıştığı dönemde (araştırma bölümü müdürlüğüne vekâlet ettiği dönemlerde), açık ekonomiyle ilgili araştırmalarda bulunmuş ve çalışmalarını

---

[128] Sadi Uzunoğlu, Kerem Alkin ve C. Fuat Gürlesel, Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makro Ekonomik Etkileri ve Türkiye, **İMKB Araştırma Yayınları**, No:6, İstanbul, 1995, s.37.

[129] Rudiger Dornbush ve Stanley Fischer, **Makroekonomi**, Çev. Salih Ak ve Mahir Fisunoğlu, Akademi Yayınları, 1998, s.169.

Mundell ile birlikte sürdürmüş ve açık ekonomilerde uygulanabilecek düzenleyici politikalar hakkındaki çalışmaları da Mundell-Fleming modeli olarak literatüre girmiştir.

Z; toplam harcamayı, x;özel harcamayı, g;kamu harcamalarını, Y; milli geliri, b; ticaret dengesini, v; paranın dolanım hızını, m; para stokunu, n; özel geliri, t; vergi ödemelerini, r; faiz haddini, e; döviz kurunu ve k; net sermaye hareketini göstermek üzere Fleming modelinin özdeşlikleri aşağıda verilmiştir[130].

$$Z = x + g \quad (11)$$

$$Y = z + b \quad (12)$$

$$v = y / m \quad (13)$$

$$n = y - t \quad (14)$$

$$t = t\,(y) \quad (15)$$

$$x = x\,(n, r) \quad (16)$$

$$r = r\,(v) \quad (17)$$

$$b = b\,(z, e) \quad (18)$$

$$k = k\,(r) \quad (19)$$

Yukarıdaki Fleming modeline ait ilk yedi özdeşlik IS-LM modelinden alınmıştır. Son iki özdeşliğin toplamı faizdeki değişime eşitse ve serbest döviz kurun ile birlikte faizdeki değişim sıfıra eşit olacağından dış ticaret dengesi ile net sermaye hareketi toplamı da sıfıra eşit olur[131]. Yani eğer $b + k = \Delta r$ ise, serbest döviz kurunda $\Delta r=0$' dır.

Mundell ise kamu dengesinin olduğu, tam istihdam ve fiyat esnekliği ile sermaye hareketlerinin ekonominin genel dengesini sağlamada etkin olduğu varsayımları altında etkin piyasa sınıflandırasını geliştirmiştir[132]. Buna çerçevede Fleming modelinden türetilen değişkenler p; iç fiyatların dış fiyatlara oranını, r; faiz

[130] James M. Boughton, The Origins of The Fleming Model, **IMF Working Paper**, 2002, s.4.
[131] Marcus Fleming, "Domestic Financial Policies Under Fix and Under Floating Exchange Rates", **IMF Staff Paper**, No:9, 1962, s.371.
[132] Rudiger Dornbusch, **Exchange Rates and Inflation**, The MIT Press, Cambridge, 1998, s.106.

oranını, m; para stokunu ve e; göstermek üzere Mundell modeline ilişkin denklemleri aşağıda verilmiştir.

$$y\ (r, p, e) = 0 \qquad (21)$$

$$m\ (y, r, m) = 0 \qquad (22)$$

$$f\ (y, r, p, e) = 0 \qquad (23)$$

Mundell'in piyasa sınıflandırmasına göre para politikası dış dengeyi, maliye politikası ise iç dengeyi sağlama konusunda karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğundan para politikası dış dengeyi, maliye politikası da iç deneyi gerçekleştirmelidir[133]. Robert Mundell' in geliştirdiği, açık ekonomilerin kullanabileceği para ve maliye politikası analizi 1968 yılında yayımladığı "uluslararası ekonomi" eserinde anlatılmıştır[134]. Mundell modeliyle Fleming modeli farkının ilki Mundell'in iç fiyatın dış fiyata oranına verdiği özel öneme karşın Flemig'in milli geliri sabit kabul etmesidir. İkinci fark ise Mundell' in faiz oranını bir para politikasını kontrol aracı olarak ele almasına karşın Fleming' in para stoku olarak değerlendirmesidir.

Robert Mundell ve J.Marcus Fleming tarafından geliştirilen, daha sonra da Egon Sohmen' in de katkıda bulunduğu, Mundell-Fleming olarak anılan model, çeşitli varsayımlara dayanarak oluşturulmuş bir modeldir. Söz konusu modelin varsayımları şunlardır [135]. i.Ekonomi eksik istihdamda dengelerine oturmuştur; ii.Döviz kuru değişme bekleyişi sıfırdır ya da başka bir ifadeyle statik bekleyişler hakimdir; iii.Tam sermaye hareketliliği varsayılmıştır; iv. Döviz kurları esnektir (bu varsayımla bağlantılı olarak, para politikası etkin, maliye politikasının ise etkinliği yoktur); v.Fiyatlar ve parasal ücretler sabittir ve vi.Arbitraj şartları dış faizle iç faizi birbirine eşitlemektedir. Ayrıca model, söz konusu ülkenin, küçük ülke olduğunu ve dünya faiz oranlarını veri olarak kabul ettiğini varsaymaktadır.

Faiz oranının dikey eksende sermaye hareketlerinin ise yatay eksende yer aldığı Şekil:1.6'de görüldüğü gibi yurtiçi ve yurtdışı faiz oranlarının eşit olduğu ($i_d=i_f$) noktada sermaye hareketi gerçekleşmemekte ve faiz oranı sabitlenmektedir.

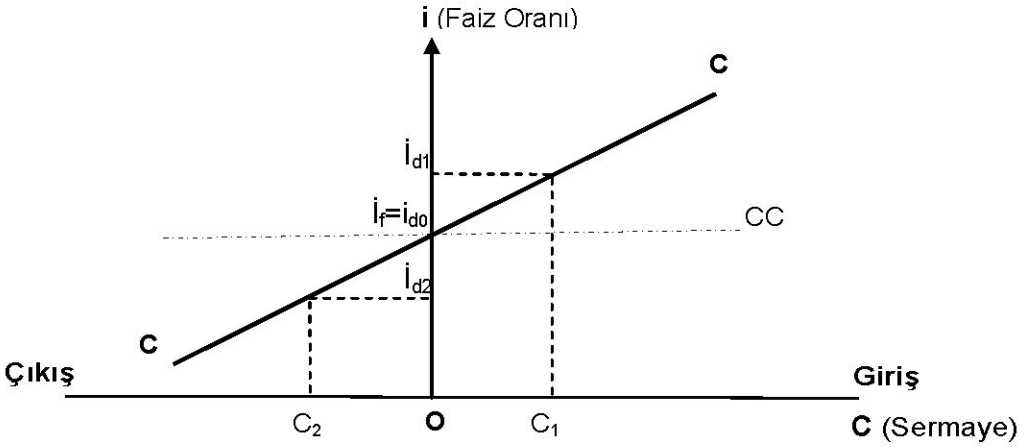
---

[133] Robert Mundell, "Capital Mobility and Sabilization Under Fixed and Flexiable Exchange Rate", **Canadian Joournal of Economics and Political Science**, 1963, Vol:29, s.477.

[134] Robert Mundell, **International Economics**, McMillan Pub., New York, 1968, ss.152-176.

[135] Emin Ertürk, **Döviz Ekonomisi**, İstanbul, Der Yayınları, 1994, ss.107-108.

Para otoritesinin yurtiçi faiz oranının arttırdığı (i_{d1}) varsayımında önce tahvil fiyatları yurtdışı tahvil fiyatlarına göre cazip hale gelecek ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu durumda rasyonel yerli ve yabancı yatırımcı yurtiçi tahvillere yatırım yapacaktır. Bu halde OC_1 miktarda sermaye girişi gerçekleşebilecektir. Faiz oranının azaltılması (i_{d2}) durumunda ise yurtiçi faiz oranının cazibesi ortadan kalacağından OC_2 kadar sermaye çıkışı gerçekleşebilecektir. Yurtiçi ve yurtdışı tahvillerin ikamesinin derecesi de sermaye doğrusunun (CC) eğimini belirleyecektir. İkame tam ise CC doğrusu yatay eksene paralel hale gelecektir. İkame tam olarak gerçekleşmese sermaye doğrusu yukarı kayacaktır. Neticede sınırsız sermaye hareketliliğinde faiz oranlarındaki değişiklik fonların ülkeler arası fon akımına neden olacaktır.

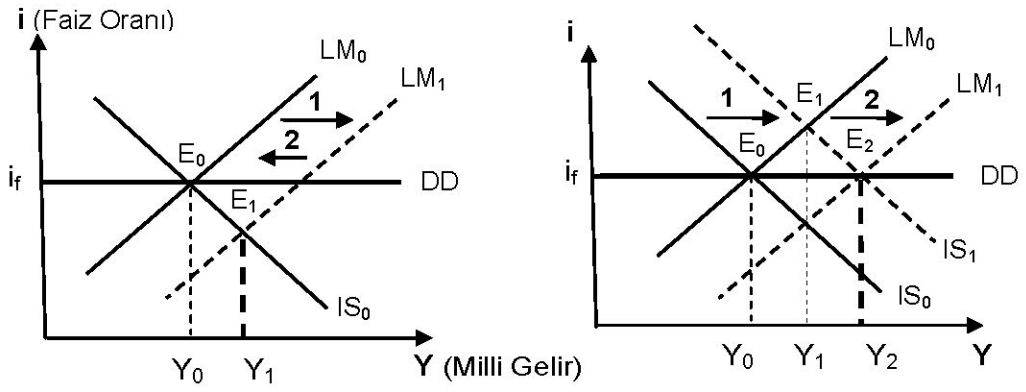


Şekil 1.6: Sermaye Hareketleri Dengesi

Kaynak: Peter Kenen, **The International Economy**, 4th Edition, 2000, s.347.

1.4.3.1.Sabit Kur Sisteminde Para ve Maliye Politikası

Sermayenin tam hareketliliği durumunda, sabit kur sistemine bağlı olarak, Mundel-Fleming modelinde uygulanan para ve maliye politikalarının etkileri Şekil:1.7'de incelenmiştir.



Şekil 1.7 **(A)** Şekil 1.7 **(B)**

Şekil 1.7: Sabit Kur Sisteminde, Para ve Maliye Politikalarının Etkileri

Kaynak: Manfred Gartner, **MacroEconomics,** Prentice Hall, 2003, s.115 ve Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat:** Teori, Politika ve Uygulama, Güzem Yayınları, İstanbul, 2001, s.315.

Şekil:1.7(A)'da, E_O denge noktasında genel ekonomik denge (iç ve dış denge) sağlanmıştır. Para politikasının etkilerini görebilmek için, genişletici (para politikası araçlarının emisyonu artırıcı biçimde kullanılması) bir para politikası uygulandığında, LM_0 fonksiyonu LM_1 halini almaktadır. Maliye politikası kullanılmadığı için, yeni denge LM_1 ile IS_0 fonksiyonlarının kesiştiği E_1 noktasında geçici olarak sağlanmışken, bu geçici noktanın ifade ettiği faiz oranı, uluslararası faiz oranları olan i_f'nin altında bir orandır. Bu durumda ülkeden sermaye çıkışı başlayacak, döviz talebi artacak, döviz kuru değer kazanacaktır. Sabit kur sistemlerinde kurun değer kazanmasını önlemek için resmi rezervler kullanılarak piyasaya, döviz satılması yönünde müdahale edilecektir. Kurun artmasını engelleyici bu hareketin büyüklüğü, en az başlangıçtaki genişletici para politikasını elimine edecek kadar olmalıdır. Böylelikle LM_1 fonksiyonu, tekrar LM_0 fonksiyonu haline gelmektedir. Böylece sabit kur sistemi altında, para politikası etkinsiz olmaktadır. Şeklin:1.7(A)'da görüldüğü gibi 1 numaralı ok yönündeki etkiyi neredeyse anında elimine eden 2 numaralı ok yönündeki etki oluşur.

Şeklin:1.7(B)'de, E_O noktasında genel ekonomik dengenin sağlanmasından sonra, genişletici maliye politikasının etkileri görülmektedir. Şekilde bu yöndeki bir politika, IS_0 fonksiyonunun IS_1 haline gelmesi ile ifade edilmektedir. Bu hareket, denge noktasının E_1'e taşınmasına sebep olur. Bu noktada, yurt içi faiz oranları uluslararası

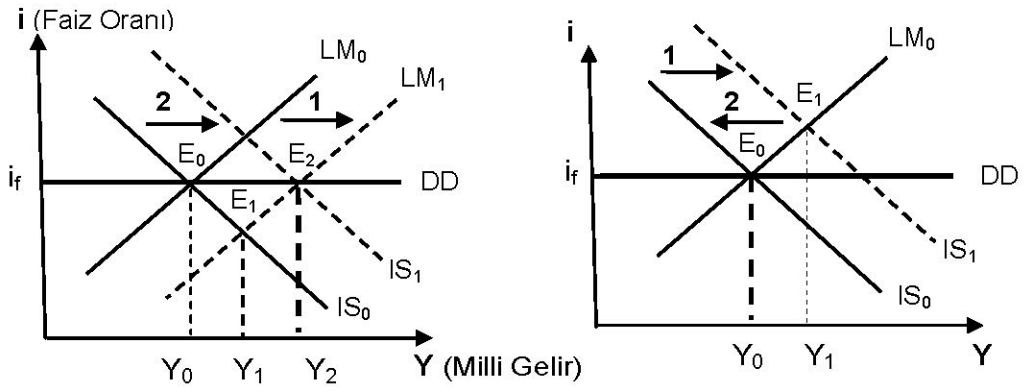
faiz oranlarının üzerine çıkmış ve ülkeye sermaye girişi artmaya başlamıştır. Serbest döviz kuru sisteminden farklı olarak IS eğrisi tekrar eski noktasına geri dönmez IS_1'de kalır. Sermaye girişlerinin döviz kurunu düşürmesini önlemek için, ekonomi otoritesi sabit kur sistemi gereği piyasadan döviz almaya başlayarak, milli parayı piyasaya döviz karşılığı satar. Böylelikle para arzı artarak LM_0 fonksiyonu da LM_1 şeklini alır ki, yeni denge noktası da E_1'den E_2'ye taşınmış olur. Kısaca, başlangıçta yapılan genişletici bir maliye politikası, hem faiz oranlarını uluslararası faiz oranlarında tutar, hem de milli geliri önce Y_1 sonra da Y_2 getirir. Böylece genişletici maliye politikası, milli geliri Y_2'ye yani Y_o gelir seviyesine göre yüksek bir seviyeye taşıyarak ekonomik refah etkisi yaratır. Yani sabit kur siteminde maliye politikası etkindir.

Sabit kur sistemlerinde ekonomi otoritesi resmi rezervlerini kullanarak, kurlardaki artış ya da azalışları önlemek görevindedir. Oysa esnek kur sistemlerinde döviz kurunun oluşumu piyasada kendiliğinden gerçekleşmektedir. O halde bu durumdayken döviz kurunun oluşmasını, bir ekonomide dövizin az ya da çok bulunabilirliğini sağlayan ödemeler bilançosu hesapları etkilemektedir. Söz konusu etkiler Mundell-Fleming modeli çerçevesinde incelenmiştir. Sermayenin tam hareketliliği durumunda, fakat sabit kur sisteminden farklı olarak serbest kur sistemine bağlı olarak, uygulanan para ve maliye politikalarının etkilerini diyagramlar halinde Şekil:1.7'de gösterilmiştir.

1.4.3.2.Esnek Kur Sisteminde Para ve Maliye Politikası

Şeklin:1.8(A)'da serbest kur sistemi uygulayan bir ekonomide, genel ekonomik denge E_O noktasında sağlanmışken, genişletici bir para politikası uygulandığında LM_0 fonksiyonu LM_1 durumunu almış ve yeni denge noktası da E_1 olmuştur. Faiz oranları ise uluslararası faiz oranları i_f'nin altına düşmüştür. Bu faiz oranlarında ülkeden sermaye çıkışı başlaması üzerine, döviz kuru değer kazanmıştır. Ekonomi otoritesi serbest döviz kuru sistemi gereği, piyasaya müdahale etmeyeceğinden, kurlardaki artış ihracatı artırıcı ithalatı ise azaltıcı bir etki yapar ve IS_0 fonksiyonu da üretim artışlarından dolayı IS_1 halini alır[136]. Böylece serbest kur sistemlerinde, sonuç olarak genişletici bir para politikası, faiz oranlarını uluslararası oranlarda tutarak, milli geliri, üretimi, istihdamı artırıcı etkilere neden olur.

[136] Dominic Salvatore, **Theory and Problems of International**, 4th Edition, McGrow Hill, New York, s.541.



Şekil 1.8 **(A)** Şekil 1.8 **(B)**

Şekil 1.8: Esnek Kur Sisteminde, Para ve Maliye Politikalarının Etkileri

Kaynak: Peter Kenen, **The International Economy**, 4th edition, 2000, ss.118-354 ve Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**: Teori, Politika ve Uygulama, Güzem Yayınları, İstanbul, 2001, ss.317-319.

Şekil:1.8(B)'de ise maliye politikasının serbest kur sistemindeki etkileri gösterilmiştir. Genişletici bir maliye politikası E_O dengesini geçici olarak E_1 noktasına taşınmasına neden olurken, bu noktada oluşan, yüksek faiz oranları sebebiyle sermaye girişleri artar. Sermaye girişi sonucu döviz kurunun değer kaybetmesi ile bu defa ihracat azalacak ve ithalat artacağından, üretim azalışları nedeniyle IS_1 fonksiyonu tekrar eski konumuna gelecektir. Başlangıçta yapılan genişletici yönlü maliye politikası (kamu harcamalarının artırılması, vergilerin azaltılması v.b.), serbest kur sisteminde etkinsiz olmaktadır. Bu genişletici maliye politikasının etkisi Şekil:1.8 (B)'de 1 numaralı ok yönündeki hareketin, 2 numaralı ok yönündeki hareket ile nasıl ekinsiz kılındığı gösterilmiştir.

Yukarıda Mundell-Fleming modeline göre sermaye hareketlerinin tam esnekliği varsayımı altında sabit ve esnek kur sistemlerinde para ve maliye politikası uygulamalarının nasıl sonuçlanacağı açıklanmıştır. Ancak sermaye hareketlerinin tam esnek olmadığı durumda faiz farklılıkları nedeniyle sermayenin akımı da sınırlı olacaktır. Yurtiçi faiz oranındaki artış/azalış sermaye hareketlerinin tam esnekliği durumuna göre daha az miktarda sermaye giriş/çıkışına neden olacaktır. Bunun nedeni ise sermaye hareketlerinin sınırlılığı nedeniyle DD eğrisinin pozitif eğimli olmasıdır. Böyle bir durumda oluşacak iç veya dış dengesiz için uygun para ve maliye politikası

seçenekleri etkin piyasa kuralı adı altında Mundell tarafından ortaya konmuştur[137]. İşsizlik ve dış fazlanın olduğu ekonomik durumda, genişletici, enflasyon ve dış açığın olduğu ekonomik durumda ise daraltıcı para ve maliye politikası uygulanması gerekmektedir. Buna karşılık işsizlik ve dış açığın olduğu ekonomik durumda daraltıcı para ve genişletici maliye politikası, enflasyon ve dış fazlanın olduğu ekonomide ise genişletici para ve daraltıcı maliye politikaları uygulanmalıdır. Etkin piyasa kuralı ile ifade edilmek istenen hangi politika aracı hangi amaca hizmet ediyorsa o amaçla kullanılmasıdır. Ancak politikaları elinde tutan otoritelerin birbirlerinden bağımsızlığı zorunludur. Etkin piyasa kuralına göre dış dengeyi sağlaması gereken otorite Merkez Bankasıdır.

Mundell modeli bir düzelme mekanizması olmadığı nedeniyle eleştirilmiştir. Para politikasının neden olduğu sermaye hareketinin otonom olamadığı telafi edici olması bu hareketi geçici kılar[138]. Diğer taraftan Mundell-Flaming modelinde ekonomi reel dış şokların etkinde ise serbest döviz kuru uygulanmalıdır. Bu durum dış şokların döviz kurları ve dış ticaret hadlerindeki değişmeler veya talep şoku olarak tanımlanmasından kaynaklanmaktadır. İhraç mal talebinin düşmesi bu tür dış sokun büyüklüğünün yaratacağı devalüasyon da o oranda büyük olacaktır. Bu durumda artan ülke risk priminin yaratacağı dış borçlanma güçlüğü ve yetersizliğinin neden olacağı yeni yatırım azalışı da yatırım mallarına olan talebi düşürecektir. Finansal piyasalardaki bu şok reel piyasalara da yansıyacaktır. Bu nedenle Mundell-Fleming modelinin tersine devalüasyon sonucu meydana gelen değer azalışları daraltıcı etki yaratabilir[139]. Bu eleştiriye göre eğer bir ülkede yabancı para borç stokunun ihracata oranı yüksek ve firma karları yabancı para cinsinden düşmekteyse uygulanan devalüasyonun genişletici değil daraltıcı etkisi olacaktır.

---

[137] Muhammet Akdiş, **Para Teorisi ve Politikası**, Beta Yayınları, 2001, s.299.
[138] Chacholiades Miltiades, **International Economics**, McGraw Hill, 1990, s.422.
[139] Andreas Valesco, "Finansal Aksaklıklar ve Yükselen Piyasalarda Kur Politikası", **İşletme ve Finans**, Kasım, 2002, s.36.

İKİNCİ BÖLÜM

DIŞ DENGE SORUNSALI ÇERÇEVESİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN REEL EKONOMİK ETKİSİ

Sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerine etkisini reel ve finansal ekonomik etkiler olarak değerlendirmek genel bir yaklaşım olarak kabul edilebilir. Her ne kadar bu etkileri birbirlerinden ayırmak güç olsa da sermaye girişlerinin reel ekonomik etkisi ve bunun ödemeler dengesi üzerindeki yansımasının tespit edilebilmesi finansal kontrollerin uygulandığı, sabit kur sistemi uygulayan ve sermaye hareketlerinin sınırlı ve/veya kapalı olduğu ekonomiler için daha kolay olabilmektedir. Çünkü bu koşullar atında bir ülkede yaşanabilecek finansal etkiler görece kontrol edilebilmektedir. Ancak dışa açık, kambiyo denetimlerinin olmadığı, finansal serbestinin sağlandığı serbest kur rejiminin uygulandığı bir ekonomide sermaye hareketleri reel etkilerin yanı sıra finansal etkilere de neden olabilmekte ve oluşan reel ekonomik etki ile finansal etkinin ayrıştırılabilmesi güçleşmektedir[140]. Çünkü bu koşullarda sermaye hareketleri ülke reel gelişmesine bağlı olmaksızın hareket ederek finansal etkileri ön plana çıkarmakta yani reel etkiler baskılanabilmektedir.

Bununla beraber sermaye hareketlerinin doğrudan ve dolaylı olarak neden olduğu ekonomik etkiler ile ülkedeki finansal gelişmeler her ülkede farklı olabilmektedir. Ülkeler arasında görülen farklılıklar sadece sermaye hareketlerinin doğrudan etkilerinden ve sermaye hareketleri öncesi ile gerçekleştiği esnada değil diğer yandan politik, demografik ve bölgesel özellik ve gelişmelerden de kaynaklanabilmektedir[141].

Sermaye hareketlerinin doğuran ve akımı sürecinde uygulanan ekonomi politikalarının neden olduğu makro ekonomik etkiler karşılıklı etkileşim içinde önemli sonuçlar verebilmektedir. Bu sonuçlar daha çok ekonominin genel, kamu ve ödemeler dengesi ile parasal büyüklük, rezervler, faiz oranları, fiyatlar, enflasyon ve döviz kuru üzerinde görülebilmektedir. Ancak ekonomi politikalarının nihai hedefi ekonominin genel dengesinin sağlanmasına yönelik olarak uygulanacak iktisat politikası seçeneklerinin ortaya konabilmesidir. Ülke ekonomilerinin dışa açılması ve ödemeler dengesnde sermaye hesabının işletilmesi ile uluslararası sermaye hareketleri ile dış

---

[140] Taner Berksoy ve Burak Saltoğlu, Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, **İstanbul Ticaret Odası**, Yayın No:58, 1998, s.32.

[141] Uzunoğlu, Aklin ve Gürlesel, a.g.e., 1995, s.63.

denge sorunu yakın ilişkiside olmuştur. Böylece sermaye harketleri ile makroekonomik etkileşimin derecesi giderek kuvvetlenmiş ve dış denge sorunsalı çerçevesindeki reel ekonomiye etkisi önem kazanmıştır.

Bu nedenlerle önceki bölümde incelenen sermaye hareketlerini farklı gerekçeler ile ele alan yaklaşımlarından sonra izleyen başlıklarda faiz kavramının aktarım mekanizması ile ekonomi modellerinde ele alınış serüveni ve gerçek dünyada var olan dışa açık bir ekonomide sermaye hareketlerinin finans hesabı yoluyla ödemeler dengesinde yer alışı incelenecektir. Akabinde sermaye hareketlerinin finansal ve iktisadi sistem ile makro ekonomik etkileşimi sonucu reel ekonomiye etkisi ve bunun neden olduğu olası dış denge sorunsalı ele alınarak literatürde yer alan konuyla ilgili görüşler ortaya konacaktır.

2.1.Makroekonomik Denge Arayışları ve Aktarım Mekanizması Tartışmaları

Makro genel denge incelenirken öncelikle, etki eden faktörlerin anlaşılabilmesi için, söz konusu ekonominin dışa kapalı ya da başka bir ifadeyle dış ticaretin olmadığı bir yapıda bir ekonomi olduğu varsayılır. Bu varsayım sayesinde etkiler incelendikten sonra, söz konusu ekonominin dışa açık olduğu durumdaki dinamik analizini yapabilmek için, varsayım kaldırılarak, gerçek dünyada olduğu gibi dışa açık ya da diğer bir ifade ile dış ticaretin var olduğu durum incelenir. Daha sonra bu çatıdaki dışa açık genel denge modeline ödemeler bilançosu etkileri de dahil edilerek analiz genişletilebilir.

Klasik yaklaşım ve sonrası dönemlerde en önemli açılımları miktar kuramı ve say yasasının parayı tanımlama biçimlerine karşılık gelen önermeleri parasal sektör ile reel sektör arasındaki ilişkinin yok varsayılarak, ekonomik değişken ve aktörlerin davranış biçiminin tanımlanması yöntemine yönelik olmuştur. Bu nedenle ekonomik analizlerde, parasal faktörlerin önemi ihmal edilmiştir. Bu yaklaşımın gerçek hayatı ne derece yansıtabildiği sorusu, ekonomi literatüründe tartışmaların sürekli gündemde kalmasına neden olmuş ve keynezyen yaklaşımla konu doruğa ulaşmıştır.

Gerçekte klasik yaklaşımın öne sürdüğü varsayımlarla paranın tanımlanması arasında çelişkili bir durum oluşmamaktadır. Ancak diğer taraftan klasik yaklaşım ve onun yorumlarının iddia ettiği gibi, bilginin maliyetli ve eksik oluşu nedeniyle,

piyasaların etkin işlemediğini ve her zaman bir belirsizliğin piyasalara hakim olduğu da iddia edilmiştir[142]. Ayrıca, piyasaların her zaman asimetrik bilgiyle kuşatıldığı belirtilerek bunun piyasalarda bir belirsizliğe yol açtığı da öne sürülmüştür[143]. O halde, belirsizliğin her zaman var olduğu bir ortamda parayı, sadece mübadele aracı olarak ele alan bir ekonomik yaklaşımın, ekonomik aktörlerin gelecekle ilgili beklentilere neden girmemesi gerektiği cevabını da veriyor olmasının gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Bu çerçevede bu gereklilikten hareketle Keynezyen genel teorinin başladığı idea edilmektedir. Ancak ekonomi literatüründe bu noktaya gelinmesi birçok tartışma sonrası gerçekleşebilmiştir. İzleyen başlıklarda altında bu genel denge arayışlarının temelinde yatan ekonominin parasal ve reel ifadesi ile aktarım mekanizmasının arkaplanı ve tarihsel perspektifte makroekonomik denge serüvenine ilişkin olarak ortaya çıkan aşamaları kısaca ele alınacaktır.

2.1.1.Klasik ve Neoklasik Anlayış

19 uncu yüzyılın üçüncü çeyreğinden itibaren iktisat yazınına girmeye başlayan neoklasik akımın temel ilgi alanları, mikro düzeyde, tüketici ve üretici davranışları ile optimizasyonu olurken fayda ve kar maksimizasyonu üzerine odaklanmışlardır[144]. Bu yaklaşım özünde, ekonomik aktörlerin maksimizasyonundan hareket ederek; başlangıç donanımları, tercih sistemleri, göreli fiyatlar, hasıla ve hasılanın dağılımını belirleyen üretim ilişkileri üzerine kurulu bir dengeyi ifade eder[145]. Bu nedenle para ve finansal ilişkiler bu denge değişkenlerin belirlenmesiyle ilişkili değildir. Reel değişkenleri reel etmenler belirlediği için, makroekonomik değer yargıları, mikroekonomik pradigma üzerine kurulmuştur. Yani para yansızdır ve kurulan modellerde örtü işlevi görmekten öte bir fonksiyonu yoktur.

Miktar kuramı çerçevesinde para konusunun neoklasiklerce analiz edilmesi, Knut Wicksell'in (1851-1926) konu ile ilgili görüşlerini açıklayıncaya dek sürmüştür. Para değerindeki değişmelerin üretim ve istihdam seviyesi gibi reel unsurlarla bir ilişkisi olmadığı varsayımına dayanan dönemin hakim görüşüne göre fiyat düzeyinde ve para

---

[142] Joseph E. Stiglitz, "Markets, Market Failures and Development", **The American Economic Review**, Papers and Proceeeding, 79(2), 1989, s.204.

[143] Akerlof, a.g.e., 1970, ss.488-500.

[144] C. M. A. Clark, "Naturalism in Economic Theory", içinden W. J. Barber (Ed.), **The Use of State of Nature Explanations in the History of Economic Thought**, Perspectives on the History of Economic Thought, Cilt 6, London: Edward Elgar, 1991, s.192.

[145] Hyman P. Minsky, "On the Non-Nötrality of Money", **Quarterly Review-Federal Reserve Bank of New York**, Vol: 18, 1993, s.77.

değerinde meydana gelen değişmelerin, sadece para miktarında ve paranın dolaşım hızında meydana gelen değişmeleri yansıttığı kabul edilmiştir. Üretim düzeyi cari teknolojiye bağlı olduğundan bu yaklaşım, say kanununun doğal bir sonucu olarak yansımıştır. Buna karşın Wicksell para miktarındaki değişmelerle, faiz oranı ve fiyat düzeyi arasında, daha önceden var olmadığı kabul edilen bir ilişkiler zincirinin olduğu göstermiştir[146]. Bu görüş ile öncesi yaklaşımdan bazı kırılma noktaları ortaya çıkmıştır. Ancak bu kırılma noktalarının başlangıcı ile neoklasik yaklaşımda paraya kazandırılan yeni boyutun içeriğine değinmeden önce oluşan geçiş sürecindeki arayışların da önemli olması nedeniyle bahse değerdir.

Neoklasik yaklaşımın kendi içinde oldukça sistematik olan kuramsal çerçevesine rağmen kurulan bu sorunsuz modeller para konusunda sorunlu bir hal alabilmektedir. Şöyleki; kuramda, öznel bir değer kuramı nesnel bir değer kuramıyla birleştirilmiş; dolayısıyla, paranın marjinal değeri sorunu hiçbir zaman çözülememiştir[147]. Neoklasik kuramın para konusundaki sorunsalı, Fisher'in miktar kuramını yeniden yorumlanmasıyla nispeten giderilmeye çalışılmıştır. Ancak bunun klasik kuramın, para kavramına yüklediği anlamın bir yansıması olmasının ötesine geçtiği söylenemez. Dolayısıyla bu çerçevede parayı analiz eden neoklasik yaklaşım, klasik yaklaşımda olduğu gibi, reel sektörle parasal sektör arasına kesin sınırlar çizilmekte ve bu iki sektör arasındaki bağ tamamen ortadan kaldırılmaktadır. Bu ikili yapının paraya yüklediği anlam ise yine onun değersiz ve yansız olduğu yönündedir.

2.1.2.Wicksell ve Tobin'nin Katkıları

Wicksell'e göre ise para, gerçekte bütün mübadeleleri, yatırımları ve sermaye transferlerini etkilediği için ekonomik yaşamda gereklidir ve genellikle paranın akılcı kullanımı, üretim ve reel sermaye miktarının aktif bir şekilde gelişimini sağlarken tersi kullanımı, reel sermaye miktarı ve toplumun ümitsizliğe sürüklenmesi bakımından hasara neden olabilir[148]. Para kavramına getirilen bu yeni içerik ile ekonomik analize, faiz oranı dahil edilmiş ve ekonomik değişkenlerin miktar kuramının öngördüğü duruma göre birbirini etkileme süreçleri büyük ölçüde değiştirilmiştir. Böylece fiyat değişmeleri artık miktar kuramına göre doğrudan değil; aksine faiz oranındaki değişmeler nedeniyle dolaylı bir şekilde ortaya çıkacaktır. Faizin dikkate alınmasının bir başka sonucu ise,

---

[146] Vural F. Savaş, **İktisadın Tarihi**, Siyasal Kitabevi, 3. Baskı, Ankara, 1999, s.710.
[147] Fuat Ercan, **Para ve Kapitalizm**, Ceylan Yayıncılık, İstanbul, 1997, s.129.
[148] Kunt Wicksell, **Lecture on Political Economy**, L. Robins (Ed), London: Printed in Britain by Lund Humphries, Cilt 2, 1950, s.6.

bankalar gibi parayla ilgili kurumların ön plana çıkmasıdır. Bu nedenle Wicksell'in kuramsal modelinde bankacılık önemli bir yer tutmaktadır. Faiz oranına bankacılık sisteminin verdiği tepki, para piyasasında bir dalgalanmanın meydana gelmesine neden olur. Bu dalgalanmanın para piyasasındaki etkisinden sonra reel piyasalarda da etkisi görülür[149]. Bu çerçevede para yansız değildir ve süreçlerin belirlenmesi ile ekonomik değişkenlerin davranışının analizinde önemli bir işleve sahiptir.

Neoklasik akımın sorunsal alanlarından birini teşkil eden para konusu Wicksell'in katkıları sonrası yeni bir kimlik kazanmış ve bankacılık sistemi, kredi mekanizması yoluyla analizlere dahil edilmiştir. Ancak Wicksell'in yaklaşımında yatırım fonksiyonunun faize esnek olmadığı durumlar ve likidite fonksiyonunun esnek olduğu durumlar dikkate alınmamıştır[150]. Ayrıca hangi durumlarda, faiz politikasının etkisiz ve yararsız olabileceği de öngörülmemiştir. Bu nedenle de bankacılık sisteminin faiz oranı yolu ile toplulaştırılmış talep ve fiyat düzeyini kontrol gücünün abartılı olduğu idea edilmiştir.

Paranın, analize bu şekilde dahil edilmesi net söylenmese de gerçekte paranın yansız olmadığıdır. Sonrasında, kredi kanalının etkilerini dikkate alarak para kavramının analiz edilmeye çalışılması ekonomi literatüründe, parasal kesim ve reel kesim arasındaki karşılıklı bağı gösteren, çok sayıda iktisadi model çalışması yapılmasına neden olmuş ve parayı analize dahil etme yönünde girişimler başlamıştır. Bu çalışmalarda; harcanabilir gelirin, reel nakit para (cash ankes) stokunun çoğalmasıyla, ulusal çıktıdan daha büyük olduğu görülmüştür. Bu çoğalma, fiyat düzeyindeki hareketlere ve emisyona bağlı olan dış paraya[151] (outside money) ilişkin faiz dışı çoğalma nedeniyle meydana gelmektedir[152].

Verimli bir sermaye için paranın alternatif bir kaynak olarak kullanılıp kullanılamayacağı ve ekonominin istikrarlı durumunu (steady state) etkileyip

---

[149] Gunnar Myrdal, **Monetary Equilibrium**, William Hodge and Company Limited, Glasgow, 1939, s.29. Erişim: htpp://paribus.tr.googlepages.com/tasdan.pdf (12.08.2008)

[150] Alvin H. Hansen, **Monetary Theory and Fiscal Policy**, McGraw-Hill, New York, 1949, s.49.

[151] Bir ekonomide para, hükümete ait transfer ödemeleri ya da mal ve hizmetlerin satın alınması için basılan hükümetin borcudur. Para, hükümete karşı, tüketiciler ve firmalar tarafından tutulan alacak hakkıdır. Özel sektörün bakış açısından, para, bir dış (outside) alacak hakkıdır. Bu dış paranın (outside money) nominal miktarı veri iken, onun reel değeri, fiyat düzeyi ile ters bir şekilde değişir ve onun, reel değerindeki her değişim, özel sektörle hükümet arasındaki bir varlık transferini temsil eder. Buradan hareketle, kısaca, dış para kavramı, devletin mal ve hizmet satın alımına yönelik olarak senyoraj hakkını kullanması olarak tanımlanabilir. Ayrıntı için bkz. Stephen King, "Monetary Transmission", **Jouranl of Money Credit and Banking**, Vol.18(3), August 1986, ss.250-303.

[152] James Tobin, "Money and Economic Growth", **Econometrica**, Vol:33(4), 1965, ss.671-684.

etkilemeyeceği sorularının ilk olarak James Tobin (1965) tarafından cevaplanabiliği belirtilmiştir. Gerçekte ise Tobin, Wicksell'in birikimli yöntem kavramı ile neoklasik kaynak dinamiğini esas alan Fisher'in reel faiz kavramını birleştirmiştir. Yani istikrarlı duruma ulaşmış ve veri bir doğal büyüme oranında büyüyen, neoklasik bir ekonomi varsayıldığında, veri bir teknoloji (neoklasik) sermaye-emek oranının bir fonksiyonu olan fiziksel sermaye üzerindeki marjinal üretkenliğin getiri oranını yönlendirir[153]. Eğer, para böyle bir ekonomide yararlı bir işleve sahip ise, para üzerindeki reel oran, ekonominin doğal büyüme oranı ile parasal genişleme oranı arasındaki farka eşit olacaktır. Böylece, parasal genişleme oranı ne kadar yüksekse, para oranı üzerindeki getiri oranının o kadar düşük olacağı anlamı çıkar ve karşılaştırmalı statik anlamda söylenirse, para, değer biriktirme aracı olarak daha az cazip olur.

Bu durum, insanların portföylerine daha az parayı almalarına yol açarak; toplumun, tüketim-tasarruf kararlarıyla ilgili belli varsayımlar altında, uzun dönemde, sermaye-emek oranının yükselmesine sebep olur. Bu çerçevede denebilir ki, para yansız değildir. Tobin'in yaklaşımında teknoloji, faktör fiyatlaması ve nüfus artışı neoklasik özelliktedir ve ekonomi iki varlığa (asset) sahiptir. Yani para, bütünüyle dış para olarak varsayılır ve nominal miktarındaki herhangi bir değişim, götürü vergiler veya transfer ödemeleri tarafından etkilenmektedir.

Özetle Wicksell'le başlayan paranın yeniden tanımlaması, bir başka değişle paranın ekonomik şemaya dahil edilmesi çalışması, başlangıçta vurgulandığı gibi Keynezyen kuramla birlikte doruğa ulaşmıştır, ancak Keynez öncesi çalışmaların Keynezyen yaklaşımın para kavramına ilişkin arka planın oluşmasında önemli katkıları olmuştur. Wicksell'in katkıları sonucunda ise para kavramı konusunda hakim görüşün sınırları dışına çıkılarak faizin analize dahil edilmesi ile bankacılık ve belirsizlik kavramlarının önemi ön plana çıkmıştır. Tüm bu çalışmalarla ortaya konana paranın değişen rolü bütün ekonomik mübadeleleri, yatırımları ve sermaye hareketlerini etkiler konuma gelmiştir.

[153] Keizo Nagatani, **Monetary Theory**, New York: North-Holland, 1978, s.245.

2.1.3.Keynezyen Yaklaşım

Bu çalışmaların katkılarıyla ortaya çıkan Keynes'in düşünceleri, parasal analizin yeni ve genel çerçevesini belirlemiştir[154]. Böylece Keynez iktisadi analizinin hemen hemen tümünü para kavramı üzerine kurmuş ve parasal bir ekonominin bütüncül davranışının kuramını oluşturmuştur[155]. Keynes Genel Teori (The General Theory of Employment, Interest and Money) adlı eserinin önsözünde, paranın bir simge veya ölçü birimi olmadığını geleceğe ilişkin görüşlerin doğmasına yol açabileceğini ifade etmiştir. Bu aynı zamanda istihdamın bugünkü hacmi üzerinde de etki yapabilmektedir. Şöyle ki geleceğe ilişkin görüşlerdeki değişiklikler ile bugünkü ekonomik durum arasındaki bağı analiz etmek için kullanılan yöntem arz ve talebin birleştirilmiş eylemini işin içine sokabilir ve değerin temel kuramıyla bu yoldan bağlantı kurabilir[156]. Keynezyen yaklaşımda, bunun anlamı paranın reel değişkenleri etkileyen aktif bir değişken olarak görülmesidir.

Keynes'in, parayı ekonomik şemaya yerleştirmesi ise faiz aracılığıyla olmaktadır. Keynez faiz oranını, kişilerin ellerinde bulundurdukları parayı başkalarına devir ederken isteksizlik derecesi olarak, diğer bir değişle likiditeden vazgeçmenin ödülü olarak tanımlar. Ancak burada faiz oranı, yatırım yapacaklarla, tüketim harcamasında bulunmaktan kaçınanların tasarruflarını denkleştirmeye yarayan bir fiyat mekanizması değildir. Eğer faiz oranı düşükse, başka bir deyişle, likiditeden vazgeçmenin ödülü cazip değilse, halkın saklamak istediği paranın toplam tutarı arz edilen paranın toplam tutarından daha yüksek olur. Buna karşılık, eğer faiz oranı daha yüksek ise, kimsenin saklamak istemediği bir para fazlalığı ortaya çıkar. Tercihe bağlı olarak, likidite miktarına göre para miktarı, belirli hallerde faizin efektif oranını belirleyen diğer faktördür. Likidite tercihi, faiz oranı belli olduğu zaman, halkın sakladığı para miktarını belirleyen potansiyel ya da işlevsel bir eğilimdir. Öyleyse r; faiz oranını, M; para miktarını, L ise, likidite için tercihi temsil eden fonksiyon olarak kabul edilirse; M = L(r) eşitliği yazılır[157]. Böylece, bu yol ile, para ekonomik şemaya dahil edilmiş olur.

Keynes'in, faiz kanalıyla, parayı, bu şekilde ekonomik şemaya dahil etmesi, ekonomik aktörlerin karar alma süreçlerinde belirsizlik kavramının ne kadar önemli bir

---

[154] Savaş, a.g.e., 1999, s.708.
[155] Paul Davidson, **Money and The Real World**, The McMillan, London, 1972, s.276.
[156] John M. Keynes, **The General Theory of Employment, Interest and Money**, McMillan, London,1936 [1961], Çev: Asım Baltacıgil, İstanbul, 1980, s.vii.
[157] Keynes, a.g.e., s.167.

etmen olduğunu da ortaya çıkarmıştır. Ekonomik aktörlerin gelecekle ilgili öngörülerde bulunabilmelerine rağmen, geleceğin belirsiz olması, genellikle yanılmalarına yol açar. Dolayısıyla Keynezyen yaklaşımda belirsizlik bireylerin davranış ve tutumlarını belirlemede merkezi kavram olarak ön plana çıkar. Keynes'e göre, eğer faiz oranının gelecekteki bütün değerleri önceden bireyler tarafından kesin olarak bilinseydi; bunları, çeşitli vadeli faiz oranlarının şimdiki değerlerine bağlamak olanaklı olabilirdi ve geleceğin faiz oranının bilinen değerleriyle bağdaştırılabilirdi Bu ise, bireyler için bir belirsizliğin söz konusu olmadığı anlamını taşır. İktisadi yaşamda, belirsizlik her zaman var olacağına göre, Keynes bireylerin karar alma süreçlerini hangi etmenlerin belirleyeceğini şu şekilde açıklar: Likidite tercihinde, nasıl ki sermayenin marjinal etkinliği kolektif duygudan meydana gelen piyasa değerlendirmesiyle belirleniyorsa, bunun gibi, faiz oranının geleceği hakkında da kamuoyunca biçimlenen tahminler belirleyici rol oynar. Eğer birisi, faiz oranının gelecekteki değerlerinin, piyasa tarafından öngörülen değerlerinden daha yüksek olacağını düşünürse, mevcut likit parasını elinde tutar. Bu kişinin kanısı piyasanınkine uyarsa, o zaman uzun vadeli tahvilleri satın almak için kısa vade ile ödünç para alır. Burada, piyasa fiyatı, borsada düşen ve yükselen kıymetler üzerine oynayan borsa oyuncularının satışları ile meydana gelir.

Sonuç olarak, Keynes'e göre, efektif talebi belirleyen üretim ve istihdam hacmi gibi reel değişkenler üzerinde paranın etkisi faiz oranı yolu ile meydana gelmektedir. Bunun nicel olarak belirlenmesi üç önemli unsura bağlıdır[158]. Bunlar; (i) para saklama isteğinde bulunan kimselerce yani, paranın emilmesi için faiz oranın ne kadara inmesi gerektiğini gösteren likidite tercih eğrisi; (ii).ne kadar bir faiz oranı azalmasının, ne kadar bir yatırımı çoğaltacağını gösteren sermayenin marjinal verimlilik eğrisi; (iii). ne kadar bir yatırım artışının, ne kadar bir toplam efektif talebi arttıracağını gösteren yatırım çarpanıdır.

2.2.Açık Ekonomide Dış Denge Sorunsalı

Genel denge çerçevesinde klasik yaklaşımda emek piyasasının nominal ücretler yoluyla dengede ve kısa vadede sermaye birikiminin de bu varsayım altında sabit olduğunu kabul edildiğinden reel ücretlerin piyasada oluştuğu öne sürülür. Bunun sonucu olarak klasik yaklaşıma göre genel denge durumunda ekonomi tam istihdam seviyesindedir ve fiyatlar genel düzeyi para arzı tarafından belirlenir. Diğer bir değişle

[158] John M. Keynes, a.g.e., s.290.

paranın fiyatlar genel seviyesini belirlemenin dışında bir rolü yoktur ve reel ekonomiye etkisi yoktur. Dolayısı ile nominal ücretlerin dışsal değişken olarak kabul edilmesi genel denge anlayışlarında parasal ve reel değişkenler arasında dichotomy olduğunu varsayar.

Makroekonomi kuramında Keynezyen yaklaşımla birlikte dengesizlik kavramıyla da analiz yapılabileceğinin ortaya çıkmasından sonra ekonomi literatüründe denge kavramına yönelik çalışmalar artmıştır. Bu çalışmalarda, özellikle faiz oranının belirlenmesinde, klasik yaklaşımla Keynezyen yaklaşımın argümanlarından bir sentez ortaya çıkarmak ve böylece makroekonomide denge kavramını tekrar savunmak temel hedef olarak seçilmiştir.

Bir ekonomide makroekonomik genel denge; hem para piyasasında hem de reel piyasada (mal ve hizmet piyasasında) denge faiz oranının aynı anda ve düzeyde oluşması koşulunu gerektirmektedir[159].

Konuya ilişkin çalışmaların ilki John Richard Hicks tarafından yapılmıştır. Hicks'in çalışmasında çıktı ve faiz oranı arasındaki ilişki incelenerek, alternatif politikalar karşısında söz konusu değişkenlerin nasıl tepki verdiği araştırılmıştır. Hicks'in bu çalışmasından sonra, IS-LM modeli, Keynezyen makroekonomi ders kitaplarında temel öğreti halini almıştır. Daha sonra IS-LM modeli, Modigliani (1944) ve Samuelson'un (1967) çalışmalarıyla daha da gelişmiştir. Modigliani, emek piyasası ve toplam üretim fonksiyonuyla ilgili olarak yaptığı bir çalışmanın sonucunda elde ettiği modelle, IS-LM modelini genişletmiş, Samuelson ise ulusal geliri belirleyen Keynezyen yaklaşımı, neoklasik yaklaşımla bütünleştirmiş ve her iki çalışma da IS-LM modeline katkıda bulunmuştur[160]. Ancak, 1970'lerde artan enflasyon ve işsizliğin birlikte ortaya çıkması, ekonomistlerin, kuramsal ve nicel makro modelleri yeniden ele almalarına neden olmuştur. Bu durum, IS-LM modeline yönelik yeni bir süreci başlatarak, onun güncelleştirilmesini hızlandırmıştır.

2.2.1.Ekonominin Genel Dengesi

Tam istihdam koşullarında toplulaştırılmış arz ve talebin dengesi iç denge anlamındadır ve oluşabilecek enflasyonist veya deflasyonist açık bu dengenin

---

[159] C. Necat Berberoğlu, **Makro Ekonomi Teorisi**, Birlik Yayınları, Eskişehir, 1994, s.141.

[160] Robert G. King, "The New IS-LM Model: Language, Logic, and Limits", **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, Vol: 86(3), 2000, s.48-103.

bozulmasına neden olur. Cari hesap dengesinin net sermaye ihracına denk olması özünde dış denge anlamı taşır. İç dengenin sağlanma koşulu mal ve hizmet ile para piyasalarındaki dengelerin birlikte gerçekleşebilmesidir. Bu durumun gösterimine ilişkin çalışmalara yönelik olarak, IS-LM eğrileri yaklaşımı geleneksel hale gelmiştir. Ancak çalışmanın kapsamı açısından burada IS-LM yaklaşımı ile iç dengenin sağlanmasına yönelik açıklama ile bu eğrilerin çıkarımına yönelik analizlere yer verilmeyecektir. Açık ekonomide Y; gelirin harcanan kısmı, C; kişisel tüketim harcamaları, I; Yatırımlar, G; devlet harcamaları (cari, yatırım ve transfer harcamaları), X; ihracat ve M; ithalat olmak üzere milli gelir eşitliği aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$Y = C + I + G + (X - M) \tag{2.1}$$

Diğer taraftan S; tasarruflar ve T'de; vergiler olmak üzere yine milli gelir (2)'deki eşitlik şeklinde ifade edilir ise,

$$Y = C + S + T \tag{2.2}$$

(1) ve (2) numaralı özdeşliklerden (3) numaralı özdeşlik elde edilebilir.

$$C + S + T = C + I + G + (X - M) \tag{2.3}$$

(3) numaralı özdeşlik düzenlendiğinde: (S – I); tasarruf-yatırım, (T – G); bütçe dengesi, (X – M); dış denge (dış ticaret dengesi-cari denge) olmak üzere sermaye hesabını içermeyen açık ekonomideki genel dengeyi gösteren aşağıdaki (2.4) numaralı eşitlik elde edilir.

$$(S - I) + (T - G) = (X - M) \tag{2.4}$$

Sermaye hesabını içermeyen dışa açık ekonomideki makro ekonomik genel dengeyi milli gelir yaklaşımı ile ifade eden bu (4) numaralı özdeşlikten hareketle açık bir ekonomideki, mal ve hizmet ile para piyasasındaki dengenin oluşumunu gösteren IS-LM eğrileri yardımıyla, bu dengenin dönemsel analizi yapılacak olusa:

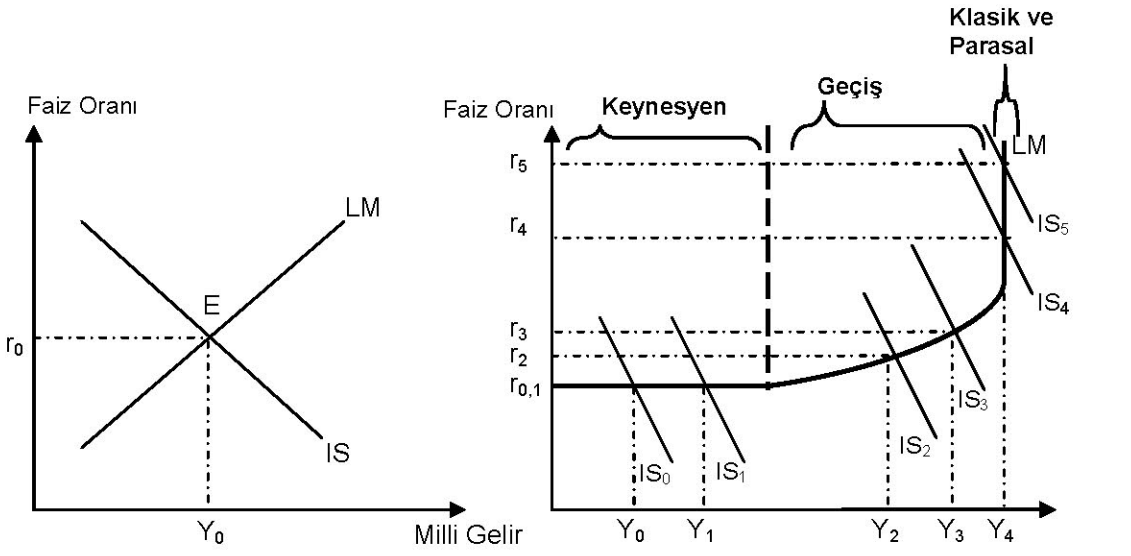
Tasarruflar (S) ve ithalat (M) milli gelirin (Y) bir fonksiyonu iken yatırımlar (I) ise faizin (r) bir fonksiyonudur. Bu fonksiyonel ilişkileri dikkate alarak (2.4) numaralı özdeşlikteki parantezleri kaldırıp yeniden düzenlediğimizde özdeşlik (2.5) olduğu gibi ifade edilebilir.

$$S(Y) + M(Y) + T = I(r) + G + X \qquad (2.5)$$

Daha önce makroekonomik denge arayışlarındaki başlık altındaki keynezyen yaklaşımda detaylı olarak ele alındığı gibi işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdüsü ile oluşan para talebi gelirin ve faiz oranının fonksiyonu olarak ifade ediğinde toplam para talebi (M_d) aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$M_d = L(Y, r) \qquad (2.6)$$

Neticede (2.5) ve (2.6) numaralı özdeşliklerde açık ekonomi, IS ve LM eğrileri ile ifadelerini bulmuş olurlar. Mal ve hizmet ile para piyasasındaki dengeyi gösteren bu iki eğrinin kesiştiği noktada ise Şekil 2.1 (A)'da görüldüğü gibi iki piyasada da dengenin birlikte meydana geldiği açık ekonomideki genel denge faiz ve gelir düzeyi gösterilmiş olur.



Şekil 2.1 **(A)** Şekil 2.1 **(B)**

Şekil 2.1: Genel Denge ve Dönemsel Yaklaşım (Pigou Etkisi)

Kayak: Osman Z. Orhan ve Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**, Avcı Ofset, İstanbul, 2003, s.147. ve Melih Paya, **Makro İktisat**, Filiz Kitapevi, İstanbul, 1997, s.225.

Keynezyen yaklaşımın kısa, klasik ve parasalcı yaklaşımın ise uzun dönemi kapsaması IS ve LM eğrileri modelinde dengenin dönem değişiklikleri ile şekil değiştirmelerine neden olur. Şekil 2.1(B)'de izlenebileceği gibi Keynezyen kısa dönemde; LM eğrisinin para talebinin kısa dönemde sonsuz esnek olması nedeniyle yatay eksene paralel olmasına neden olduğundan ve IS eğrisinin kayması sonucu faiz

oranında herhangi bir değişiklik ($r_{0,1}$) söz konusu olmaz. Ancak gelir Y_0'dan Y_1 konumuna gelerek artar. Kısa dönemden uzun döneme geçişte yani orta dönemde ise IS eğrisinde kayma neticesinde hem faiz oranı (r_2, r_3) hem de gelir yani üretim düzeyi artar (Y_2, Y_3). Klasik ve parasalcı uzun önemde ise; LM eğrisinde kayma olmadan IS eğrisinde kaymalar gelir atışına neden olmaz ancak faiz oranında (r_4, r_5) değişmeye neden olur.

Dönemsel analiz artan tüketim harcamalarının eksik istihdam nedeniyle IS eğrisini tam istihdam düzeyine Y_4 kadar sağa tarafa kaymasının geometrik ifadesidir. Pigou etkisi olarak da bilinen bu yaklaşım ücret ve fiyat esnekliğinin tam istihdam dengesine ulaşmayı sağladığı varsayımının teorik ifadesidir. Ancak aksak rekabet piyasaları gerçek hayatta tam istihdam düzeyindeki dengenin oluşumunu destekler nitelikte değildir.

2.2.2.Sermaye Hareketleri ve Dış Denge

(2.4) numaralı özdeşliğin sağ tarafı açık ekonomide basitleştirilmiş dış dengeyi ifade etmektedir. Çünkü gerçekte dış denge ile ifade edilmek istenen ödemeler dengesinde bir açık veya fazlanın olmamasıdır. Bir başka değişle bir ülkenin yurtdışı gelirlerinin giderlerine denk olmasıdır. Bu çerçeveden bakıldığında (2.4) numaralı özdeşliğin sağ tarafı gerçekte dış ticaret dengesini ifade eder ve ihracat ile ithalatı kapsar. Dışa açık ekonomik genel dengenin IS-LM modeli de bu yaklaşımdadır ve İhracat reel döviz kuru ile yabancı ülkelerin milli gelirinin fonksiyonu iken İthalat ise yurt içi milli gelir ile yine reel döviz kurunun bir fonksiyonudur.

O halde dış ekonomik denge için ÖD; ödemeler dengesini, CD; cari dengeyi ve SH; sermaye hesabını göstermek üzere dışa açık ekonomide sermaye bilançosunu da içeren dış ekonomik denge ödemeler dengesi tablosundan hareketle aşağıdaki gibi yazılabilir. Eğer CD kalemlerinden hizmetler ve tek yanlı transferler ihmal edilerse CD sadece X ve M'den oluşan dış ticaret bilançosundan ibaret olur.

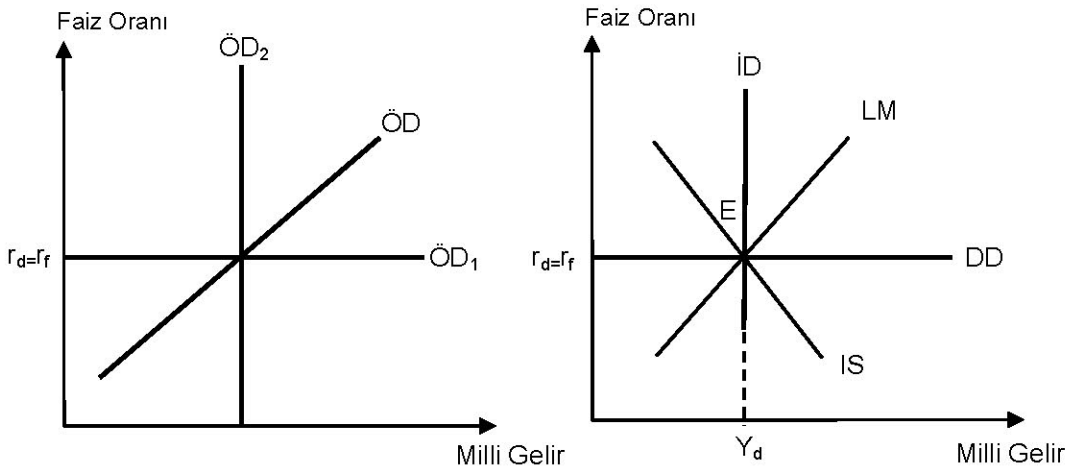
$$ÖD = CD + SH = 0 \qquad (2.7)$$

SH risk faktöründen arındırılmış faiz oranlarının bir fonksiyonudur ve bu faiz oranı yurt içi faiz oranı (i_d) ile yurtdışı faiz oranı (i_f) farkı ile ifade edilebilir.

$$SH = f\,(i_d - i_f) \qquad (2.8)$$

(2.7) numaralı denklemde görülebileceği gibi ÖD denk yani matematiksel olarak onu oluşturun kalemlerin toplamının sıfıra eşit olması ise CD'de ki olası bir açığın SH ile kapatılmasını gerektirmektedir (tersi ters). Reel döviz kuru dikkate alınmadığında CD 'de ki (dış ticaret bilançosu) dengesizliklerin giderilmesi milli gelir (Y) ile faiz oranına (i) bağlıdır. Yani milli gelirin fonksiyonuna indirgenen dış ticaret açığı/fazlası iç ve dış faiz oranı farkının bir fonksiyonu olan SH fazlası/açığı tarafından dengelenebilsin. Bu denge noktalarının birleşmesi ile de ÖD eğrisi elde edilmiş olur. Diğer bir değişle ÖD eğrisi bu denge faiz oranları ile milli gelir düzeylerinin kesiştiği noktaların birleştirilmesi ile elde edilir.

Ancak Şekil: 2.2 (A)'da da gösterildiği gibi açık ekonomide ÖD eğrisinin eğimi SH'nin o ülkeye giriş ve çıkışının, tam sınırlı ($ÖD_2$), sınırlı (ÖD) ve tam sınırsız ($ÖD_1$) hareketliliğine göre değişmektedir. İç ve dış faiz oranlarını eşit olması bir başka değişle sermaye hareketlerinin sınırsız olması dünya faiz oranında ÖD eğrisinin yatay milli gelir eksenine paralel olması anlamındadır. Yine Şeki:2.2(A)'da her bir ÖD eğrisinin üst ve/veya sol kısmında kalan bölgede ödemeler dengesinde bir fazlanın olduğunu gösterirken bu eğrinin altında ve/veya sağında kalan bölge ise bir açığı göstermektedir.



Şekil 2.2 **(A)** Şekil 2.2 **(B)**

Şekil 2.2: Ödemeler Dengesi Doğrusu ve Dış Denge

Kaynak: Muhammet Akdiş, **Para Teorisi ve Politikası**, Beta Yayınları, 2001, s.300 ve Osman Z. Orhan ve Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**, Avcı Ofset, İstanbul, 2003, s.117.

Sermaye hareketlerinin sınırsız olduğu dışa açık bir ekonomideki ödemeler dengesi ve aynı zamanda dış denge doğrusu DD ile gösterilir ise dış denge, Şekil:2.2

(B)'de görülebileceği gibi, IS ve LM eğrileri ile (mal ve hizmet piyasası ile para piyasası dengesinin sağlandığı E noktası) dış denge (DD) doğrusunun kesiştiği E noktasında geçekleşecektir. Ancak bu denge dikey eksenden de anlaşılabileceği gibi sınırsız sermaye hareketlerinin gerçekleşme koşulu olan yurtiçi ve yurtdışı faiz oranlarının eş olduğu $r_d=r_f$ faiz oranında sağlanabilecektir.

Eğer yatay eksende gösterilen ve bu üç eğrinin kesiştiği noktaya denk düşen milli gelir Şekil:2.2 (B)'de gösterildiği gibi tam istihdam seviyesindeki iç dengenin sağlandığı milli gelir (Y_d) seviyesinde (aynı zamanda iç denge doğrusu: İD) gerçekleşir ise E noktasında iç ve dış denge birlikte gerçekleşmiş olacak ve bu koşullarda sermaye hareketleri sınırsız olduğu dışa açık ekonomide, ekonominin genel dengesi sağlanabilecektir.

2.2.3.Ödemeler Dengesi ve Dış Denge Sorunsalı

Ekonomiyi dışa açmak için üretimin dünya ile rekabeti ve dolayısı ile etkinliğinin artırılması anlamında dış ticaretin de serbestleştirilmesi anlaşılmaktadır. Bunu finansal serbestleştirme aşaması izler. Finansın serbestleştirilmesi genellikle sermaye hareketleri ile ödemeler dengesinin sağlanması amacıyla yapılmaktadır. Döviz kontrolleri ile kota ve gümrük tarifesi uygulamaları kapalı bir ekonominin uygulamalarıdır. Bu tür uygulamalar genel olarak iç üretimin istihdam sorunu yaşanmadan korunması amaçlıdır. Açık ekonomiler dış ticaret ve finansman kanalları ile dış ekonomilerle ilişki içindedirler. Dış ticaret, iç üretimin bir kısmının ihracı dış üretimin bir kısmının da ithali yoluyla gerçekleşirken finansman da yerli ve yabancı özel ve tüzel kişilerce hazine bonosu, devlet tahvili, hisse senedi veya bir aktife sahip olunması ile gerçekleşebilir.

Bir ülkenin bir yıl içinde dış alem ile tüm ekonomik işlemlerinin otonom ve denkleştirici grubu ayrımında çift kayıt sistemine göre ayrıntılı kaydının tutulduğu ödemeler dengesi, dış ticaret ve cari denge konularında özel takibi gerektirmektedir. Çünkü aynı hesap sisteminde tutulan dış ticaret dengesi mal-hizmet ithalat ve ihracatının, cari denge de harcama ve tasarruf dengesini içerdiğinden bu hesaplarda verilecek açıklar denge için finansman gerekliğini de ortaya çıkarır.

Mal ithalatı ve ihracatı farkından oluşan dış ticaret dengesi ithalat lehine açık veriyorsa sırasıyla hizmet ve yatırım gelirleriyle bu da mümkün olmazsa cari

transferlerin devreye sokulması ile denge sağlanmaya çalışılır. Bunlarla da açık kapatılamaz ise cari işlemler hesabı açık verecektir. Bir başka değişle cari işlemler açığı bir sonuç ise bunun nedeni dış alem gelirlerinin giderlerinden az olmasıdır. Bu sonucun gerçek nedeni ise yurtiçi harcamaların tasarruflardan fazla olması ile dış tasarrufa olan ihtiyaçtır. Belirsizliğin her zaman var olduğu bir ortamda parayı, sadece mübadele aracı olarak düşünen bir iktisat kuramının, iktisadi aktörlerin gelecekle ilgili beklentilere neden girmemesi gerektiğinin yanıtını da veriyor olması gerektiğinden üzerinde durulacaktır.

Şöyle ki;

$Y_d = C + I + G + (X-M) +$(Dış Alem Faktör Geliri - Dış Alem Faktör Gideri) (2.11)

$Y_d - C - I - G = (X-M) +$ (Dış Alem Faktör Geliri - Dış Alem Faktör Gideri) (2.12)

$Y_d - C - G = S$ ve

$CD = (X-M) +$ (Dış Alem Faktör Geliri - Dış Alem Faktör Gideri) ise

$S - I = CD$' dir. (2.13)

O halde (2.13) numaralı eşitlikten;

S = I ise CD = 0, S < I ise CD < 0 ve S > I ise CD > 0 sonucu elde edilir.

Bunun anlamı cari denge halinde yatırım ve tasarruflar özdeştir. Diğer bakış açısıyla cari açık söz konusu olduğunda cari dengeyi sağlamak için ya yatırımlar azaltılacak veya tasarruflar arttırılacaktır. Ekonomik büyüme amaçlı ülkeler için yatırımların arttırılması gereklilik ve yatırımların kaynağı tasarruflar da gelirin bir fonksiyonu olduğuna göre bu amaçta tasarruf yetersizliği olan ülkede cari açık kaçınılmazdır.

Diğer taraftan CD = (X-M)+(Dış Alem Faktör Geliri - Dış Alem Faktör Gideri) idi. Bu eşitlik (2.12)' de yerine konulur ve düzenlenirse (2.14) elde edilir.

$Y_d - (C + I + G) = CD$ (2.14)

Bunun da anlamı cari dengenin gelir ile harcamaların özdeş olduğu yerde sağlanabileceğidir. Bir başka değişle cari dengenin gelir ile harcamalar arasındaki farka

eşit olduğudur. Harcamaların fazla olması durumunda cari açık, gelirin fazla olması durumunda ise cari fazla söz konusudur. O halde ekonomik büyüme için geliri arttırmak ve bunun içinde yatırımı arttırmak zorunluluğu söz konusu olduğuna göre büyüme amaçlı ülke için cari açık harcamalar ile gelirin özdeşliğine dek düşecektir.

Adından da anlaşılacağı gibi ödemeler dengesi (balance of payments) denktir ve bilançosu döviz cinsinden çift taraflı muhasebe kayıt sistemine göre tutulur. Her bilançoda olduğu gibi varlıklar ve yükümlülükler birbirine eşittir[161]. Yani oluşan bilançosunun kalemleri birbirlerinin açık veya fazlalıklarını eşitler. Ancak iktisadi açıdan ödemeler dengesini oluşturan kalemlerin yapısı ve ülkeye has özellikleri verilen bu öz açıklamanın gerekliliği ötesinde yeter ekonomi politikalarını üretilebilmesi için analize değer önemdedir.

Ödemeler dengesi bilançosunun her kalemi o ülkeye giren ve çıkan döviz miktarını gösterir. Bu nedenle ödemeler dengesi bilançosu o ülkenin döviz tablosudur da denilebilir. Bilançonun ilk bölümünü oluşturan dış ticaret dengesi açık veriyor ve bu açık hizmetler kalemi fazlası ile karşılanıyorsa bu durum açığın kapatılması açısından görece en iyi durumdur. Eğer burada da açık var ve bu açık ödemeler dengesi ikinci bölümü olan sermaye hesabından yararlanarak karşılanıyorsa daha az iyi bir durum söz konusudur. Burada bu açığın kapatılmasında için yatırımlara yönelik kalıcı sermaye hareketleri yerine sermaye hareketlerinin spekülatif ve kısa vadeli olanı daha işlevsel ise riskli bir durum söz konusudur. Cari açık sermaye hesabı ile de karşılanamıyor ve ödemeler dengesinin üçüncü bölümünü oluşturan rezerv hareketleri açığın kapanmasında devreye giriyor ise kötü bir durumdan bahsetmek mümkündür[162]. Diğer bir değişle bilançonun ilk bölümünden başlayarak öncesi açık bir sonrası ile karşılanıyorsa o bilançoya sahip ülke ekonomisindeki gelişmeler daha ciddi analizi gerektirir.

Cari açığı oluşturan kalemlerin yapısı ve ülkeye has özellikleri dikkate alınarak bu açığın oluşum nedenleri ortaya konabilir ise o ülkenin dış denge sorunu çözümüne ilişkin iktisat politikası seçenekleri de ortaya konabilir. Bu çerçevede cari açığın oluşumu uygulanacak iktisat politikaları seçenekleri için hayati önemdedir. İthalat fazlalığının neden olduğu bir cari açıkta ithalatın kompozisyonu ağırlıklı olarak ara ve

---

[161] Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası**: Teori ve Türkiye Uygulaması, Remzi Kitabevi, 11.Baskı, Mayıs 2007, s.241.

[162] Muhammet Akdiş, "Cari Açıkların Sürdürülebilirliği Sorunu ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler", **Tasam Stratejik Öngörü Dergisi**, Sayı:8, 2007, ss.17-18.

yatırım malından oluşuyor ise büyüme hedefindeki ülke için bunun ekonomik büyümeye pozitif etkisinin olabileceği değerlendirilebilir. Diğer taraftan bu açığın, ara ve yatırım malı ithalatının, dış alem gelirleri ile finanse edilmesi gelişme hedefindeki ekonomiler açısından bir süre için katlanılır olabilir. Sermaye hareketleri yolu ile bu tür bir finansmanın sağlanabiliyor olması büyümeye katkısı değerlendirildiğinde sorun yaratmayacağı öne sürülebilir. Ancak dış denge sorunsalına yönelik olarak, ceteris paribus, cari açığın sürdürülebilirliliğinin sermaye hareketleri kompozisyonu kadar sermaye girişlerinin dağılımına da bağlı olduğunu değerlendirmekteyiz. Bu çerçevede sermaye hareketlerinin dış denge sorunsalına yönelik reel ekonomik etkisi ve ampirik analizi incelenirken metodolojisinin oluşturulmasında bu yaklaşımın bir temel oluşturmasını hedeflemekteyiz.

2.3.Finansal Sistem ve İktisadi Sistem Etkileşimi

Sanayileşme ve kalkınma sürecinde finansal politikaların temel amaçlarından biri de var olan yatırımların tamamlanması, yeni üretim ve yatırım kapasitelerinin yaratılması ile reel kesimin finansmanı için maliyeti düşük fon olanakları için düzgün işleyen bir finansal sistemin kurulmasıdır. Bu çerçevede finansal piyasalar yatırımları arttırabilmekte ve bunu düşük maliyetli fonlarla gerçekleştirmeyi hedeflemektedir. Finansal piyasaların en önemli işlevi ise tasarrufları toplayarak kullandırmak ve akıcı bir şekilde fonlara aracılık etmektir.

Finansal sistemin ekonominin reel kesiminin sağlıklı işletilmesindeki görevi bu kesimin likidite sıkıntısına düşmeden faaliyetlerini sürdürebilmesidir. Finansal piyasalar bu görevlerini yerine getiremez veya asli işleri yerin tali işlevlere yönelirse başta finansal piyasalar olmak üzere ekonomi kriz ile karşı karşıya kalabilmektedir[163]. Bu nedenle ülkenin para politikası araçlarının finansal piyasaları amaca uygun yönlendirmesi konusu önem kazanmaktadır.

Ancak sermaye, döviz kuru ve faiz oranları üzerinde hükümet kontrolleri ve ithal ikameci sanayileşme stratejileri doğrultusunda gerçekleştirilen iktisadi büyüme aşamasında finansın nispi olarak daha az önemli olduğuna ilişkin görüşe göre; ekonomik büyüme ile finans arasında kavramsal bir ilişki bulunmamaktadır. Çünkü Neoklasik genel denge analizine göre para ve finansın ekonomik büyüme üzerinde

[163] Ömer Eroğlu ve Mesut Albeni, **Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye**, Bilim Kitabevi, Isparta, 2002, s.99.

etkisi yoktur[164]. Bunun nedeni ise, reel ve finansal ekonomi arasında kesin bir dikotomi olduğuna ilişkin kabuldür. Dolayısıyla bu çerçevede finans reel ekonomik kararları etkilememektedir.

1980'li yıllara kadar literatürde, finansal sistemin ekonomiyi iktisadi büyüme yoluyla etkilediğini savunulurken, 1980'li yıllardan sonra ise, etkin piyasalar ve piyasaların kurumsal yapısının incelenmesine ilişkin yapılan çalışmalar çerçevesinde finansal yapının ekonomik büyümedeki önemi üzerine yoğunlaşılmıştır. İkinci Dünya Savaşı'ndan 1970'li yılların başına kadar dünya ekonomileri genel olarak Keynezyen politikalar izlemişlerdir. Kamunun ekonomiye yönelik müdahaleleri ve yönlendirmeleri bu politikalar çerçevesinde gerçekleşmiştir. Bu anlayışa uygun olarak GOÜ ithal ikameci politikalar ile kalkınmalarını ve sanayileşmelerini gerçekleştirmeye çalışmışlardır. Bu dönemde finansal sistem, kalkınma sürecine yardımcı bir faktör olarak ele alınmış, bu amaç doğrultusunda kamu kesimi tarafından finansal piyasalara yapılan müdahaleler doğal karşılanmıştır.

1970'li yıllarda gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan bunalım ile birlikte ekonomilerin serbestleştirilmesi süreci başlamış ve bu sürece paralel olarak iktisat yazınına Neoklasik yaklaşımın değişik ekolleri egemen olmaya başlamıştır. Bu gelişmelere uygun olarak neoklasik finans teorisinin GOÜ'lere yönelik çerçevesi geliştirilmiştir. Finansal serbestleşmeyi savunan görüşlere de temel dayanak olan Neoklasik perspektif; gelişmiş sermaye ve para piyasalarının varlığı, tam rekabetin geçerliliği, işlem maliyetleri ve vergilerin ihmal edilebileceği varsayımları altında mikro bakış açısıyla, firmaların piyasa değerlerinin de finansman kararlarından ve sermaye yapılarından bağımsız olarak oluşacağını kabul etmektedir. Firmaların yatırım ve büyüme kararlarının verimlilik, ürün talebi ve göreli faktör fiyatları tarafından yönlendirilebileceği öngörmektedir[165]. Bu varsayımlar altında, finansman yatırım sürecini kolaylaştırır ve bu sürece uyum gösterir. Yatırımların borç veya firma içi kaynaklar ile finanse edilmesinin ise önemi yoktur.

Finansal liberalleşmeye baz teşkil eden ve piyasaların dolayısıyla finansal piyasaların tam çalıştığına dair liberal görüşe karşı piyasaların etkinliği ve

---

[164] Rudiger Dornbush ve Alejandro Reynoso, "Financial Factors in Economic Development", **American Economic Review**, Vol:79(2), 1989, s.207. Erişim: http://ftp.itam.mx/pub/academico/inves/reynoso/02-04_pdf (23.11.2008).

[165] İzzettin Önder, Oktar Türel, Nazım Ekinci ve Cem Somel, Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı Politikaları; Türkiye Araştırmaları, **Tarih Vakfı Yurt Yayınları**, İstanbul, Ekim 1993, s.125.

mükemmelliğinin olanaksızlığını öne süren görüşlere baz teşkil eden Keynezyen yaklaşım ise, Neoklasik yaklaşımda olduğu gibi gelişmiş sermaye piyasaları varsayımına sadık kalır, ancak sermaye piyasalarının tam rekabetçi ve mükemmel olmadığını kabul eder. Böyle bir yorum, firmaların önce içsel finansman kaynaklarına, daha sonra borçlanmaya, daha sonra da hisse senedi ihracına başvuracaklarını öngören geleneksel finans anlayışı ile de uyumludur. Finans, neoklasik yaklaşımın kabul ettiği gibi reel parametreler için önem taşımayan bir kavram değildir yani firma finansmanı ve reel değişkenler arasında etkileşim vardır.

2.4.Sermaye Hareketleri ve Makroekonomi

Uluslararası sermaye hareketlerinden beklenen ekonomik olumlu etkilerin sağlanabilmesi için öncelikle sermaye akışının sağlandığı ülke ekonomisinde uygun yatırım ortamının sağlanması gerekmektedir. Finansal reformlar uygulanmadan ve sermaye hareketlerine serbestleşme getirmeden önce uygulanan ancak kısmen sermaye hareketlerini çekebilen makroekonomik politikaların varlığı sermaye hareketleri ile makroekonominin karşılıklı etkileşiminin ilk evresini oluşturmaktadır. Sermaye hareketlerinin hacmindeki artışla beraber uygulanan ekonomi politikaları ile etkileşimi daha belirgin olabilmektedir. Uygulanan makroekonomik politikalar ve kamunun müdahalesine bağlı olarak sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri nihai halini almaktadır.

Sermaye hareketlerine yönelik beklenen makroekonomik politikalar uygulanmış ise sermaye girişlerinin neden olabileceği istikrarsızlık etkisi olmadan daha yüksek yatırım ve bunun sonucunda büyüme sağlanabilmektedir. Tersi durumda makroekonomik dengesizliklerin yaşanabildiği ve istikrarsızlık ortamının oluştuğu gözlemlenebilmektedir[166]. Bu türden makroekonomik dengesizlik ile karşı karşıya kalan ekonomilerde krizler yaşanmakta ve bu krizlerin neticesinde de giren sermaye hareketlerinin geri dönüşü başlamakta ve krizler derinleşmektedir.

Bir ülkeye giren sermayenin hacminin yanı sıra sermayeden beklenen etkinlik ve verimliliğin de sağlanabiliyor olması gerekmektedir. Sermayenin bir ülkede yatırıma dönüşmesini faiz oranı, döviz kuru ve aktif fiyatları gibi finansal göstergelerin istikrarlı ve doğru fiyatlandırılması etkilemektedir. Bunların gerçekleştirilebilmesi ise yine ülkede

[166] IMF, "Recent Experiences with Surges in Capital Inflows", **IMF Occasional Paper**, No:108, 1993, s.15.

makroekonomik dengelerin sağlanmış ve sürdürülebilir olmasına bağlıdır. Ancak özellikle GOÜ' ye yönelik sermaye hareketlerinin aynı zamanda ülke ekonomi politikalarının etkinliğini azaltıcı ve makroekonomik dengeleri olumsuz yönde etkileyen istikrar bozucu etkileri olmaktadır[167]. Bu etkinlik azaltıcı ve olumsuz etkilerin nedeni küreselleşme sürecindeki uluslararası finansal piyasaların sermaye hareketlerine kazandırdığı volatilite ile ilgilidir. Uluslararası finansal piyasaların serbestleştirilmesi ve eklemlenmesi ile oluşan küresel finansal ortam bu piyasa kurumlarını temel işlevlerinden uzaklaştırarak uluslararası düzeyde sermaye hareketlerinin volatilitesinin artmasına neden olabilmektedir.

Böylece finansal piyasalar temel işlevi olan kaynakların, uzun vadeli riskleri ve kazançları yansıtan doğru fiyat değerleri yoluyla tasarruf ve yatırım kararlarını uyumlu hale getiren aracılık işlevinden uzaklaşabilmektedir. Aksine finansal piyasalar çoğu zaman volatilitesi yüksek fiyatların veya buna yönelik beklentilerin sürüklediği kısa vadeli ve spekülatif nitelikli sermaye akımlarının hareket alanı haline dönüşebilmektedir[168]. Sermaye hareketlerinin spekülatif özellik kazanarak bu özelliğini yöneldiği ülkelere taşıması ve sermaye hareketlerimden beklenen kaynak kullanımında etkinlik ve verimlilik artışı ile istikrar ortamına katkı sağaması yerine aksine istikrarsızlığa neden olabilmektedir.

Sermaye hareketlerinin hacim olarak genişlemesi ülke ekonomilerinin açık ekonomi makroekonomisi çerçevesinde ticaret ve sermaye bazında dışa açılarak finansal piyasaların baskıdan kurtulması ve ülke piyasalarını küresel piyasalar ile eklemlemesini de içermektedir. Bu süreç ülke ekonomilerinin dünya ekonomisindeki gelişmelere daha duyarlı hale gelmesine yol açmaktadır. Bu duyarlılık daha çok finansal piyasalarda kendini gösterirken ülke ekonomisine taşınabilmekte ve makroekonomik değişkenleri de etkileyebilmektedir. Uluslararası faiz farklılığının yarattığı etkileşim finansal piyasalar aracılığı ile ulusal ekonomiye taşınabilmekte başta döviz piyasası ve kuru üzerindeki yansımaları ile makroekonomik değişkenleri etkileyebilmektedir. Diğer taraftan dünya faiz oranlarındaki bir düşüş borçlanan ülkede gelir ve ikame etkisi yaratarak tüketim genişlemesi ve buna bağlı olarak dış dengenin bozulması ve de cari işlemler açığının büyümesine neden olabilmektedir. Gelir etkisi, düşen faiz oranlarının dış borcun bugünkü değerini azaltmasından kaynaklanmakta;

---

[167] Guibernau Held ve Yılmaz Akyüz, "Financial Liberalization: The Key Issues", **Finance and Real Economy**, 1995, s.48.

[168] Held ve Akyüz, a.g.e., s.48.

ikame etkisi ise, düşen faizin borçlanmayı ucuzlatarak gelecekteki tüketimin bugünkü tüketimle ikame edilmesi diğer bir değişle tüketimin arttırılmasının özendirilmesi sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Ayrıca faiz oranı düşüşü ile artan yatırım harcamalarının yarattığı ülke yatırım-tasarruf açığının artışı cari işlemler açığını büyütmekte ve bu süreçte ulusal paranın değerindeki artış enflasyonu arttırarak kendi kendini besleyebilen istikrarsızlığın dinamiği oluşabilmektedir. Dünya ekonomisindeki gelişmelerin finansal piyasalar aracılığı ile ülke makroekonomik değişkenlerini uyarması reel büyüklükler yerine parasal büyüklüklerin ikame edilmesi ile elde edilmiştir[169]. Dünya faiz oranlarındaki düşüş, artan tüketim talebi ve nakit tutmayı ucuzlatması nedeniyle para talebi ile reel balansların şişmesine neden olacağından cari açık artacak ve ülke parası aşırı değerli olabilecektir. Diğer taftan ülke ekonomilerinin temel makroekonomik değişkenlerine yönelik bu etkisi ekonomi politikalarının özellikle de para politikalarının etki alanını daraltarak etkinliğini azaltabilmektedir.

İster finansal yönden isterse reel yönden bakılsın açık ekonominin makroekonomik dengesinde aynı sonuçlara ulaşmak mümkün olabilmektedir. Uluslararası faiz oranlarındaki düşüşün neden olduğu borçlanma maliyetlerinin azalması ve bunun sonucu oluşan sermaye hareketlerinin ülke makroekonomik istikrarına etkisi olmaktadır. Makroekonomik istikrarsızlık yönlü etkiye sebep olan sermaye hareketlerinin neden olduğu parasal genişlemenin kontrol edilebilmesi ülke para politikasının becerisine ve sterilizasyon imkanına bağlı olmaktadır. Ülke beceri ve imkanının sınırlarına gelinmesi, ülkeyi potansiyel bir krizin eşiğine getirebilmektedir.

2.5.Sermaye Hareketlerinin Reel Ekonomik Etkisi

Sermaye hareketlerinin reel ekonomik etkisinin analiz edilmesi görece daha az karmaşıklık içermekte ve bir ülkeye giriş yönlü sermaye yine o ülke yurtiçi tasarrufları üzerinde bir yatırım ve harcama yapmasına olanak sağlamaktadır. Ülke kaynak kullanım yapısında sermaye girişleri ile sağlanan artışın yarattığı yatırım oranındaki yükselme üretim ve ulusal gelirde artışa diğer bir değişle ülke büyümesine neden olabilmektedir. Bu büyüme ülkenin kendi tasarrufları ile gerçekleştirebileceği büyümeden daha yüksek olabilmekte ve ülkede istihdam ve refah artışı yarattabilmektedir. Ancak sermaye girişleri ile sağlanan kaynak fazlası ülke ekonomisinde ihracat gelirlerinin üzerinde ithalat hacmine de neden olabilmek ve bu

[169] G.A. Calvo, L. Leiderman ve C.M.Reinhart, "Capital Inflows and the Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", **IMF Staff Papers**, No:40, 1993, ss.110-140

durum da bir yandan yatırım malı kullanım kapasitesinde genişlemeye neden olurken diğer yandan da tüketim harcamalarının kompozisyonunda değişikliklere sebep olabilmektedir. Sermaye hareketlerinin bir ülkenin üretim, istihdam ve büyüme üzerinde belirleyici rol oynaması yabancı sermaye hareketlerinin reel etkisini göstermektedir.

Uluslararası dış ticaret ve finansal piyasaların serbestleştiği küreselleşme sürecinde sermaye hareketlerinin ekonomilerin reel değişkenleri üzerinde dolaylı etkileri de olabilmektedir. Bu çerçevede sermaye hareketlerinin yatırım ortamını etkileyerek kaynak tahsisi ve verimliliğini arttırması reel ekonomiyi dolaylı yönden etkileyebilmektedir. Özellikle GOÜ' de bu tür bir etkinin sermaye girişleri sonucu artan kaynak genişlemesi ve bunun kullanımı ile sağlanabileceği savunulmaktadır[170]. Ülkelerin kaynak tahsisi ve kullanımında etkinlik ve verimliliğini finansal piyasalarını serbestleştirmesi ile sağlayabilecekleri yönündeki yaklaşımlar, yatırım ortamının etkilenerek reel ekonomik değişkenler üzerinde dolaylı etkilerin gerçekleştirilebileceği anlamındadır.

2.5.1.Büyümeye Etkileri

Ekonomide finansal piyasalar ile reel ekonomik değişkenler arasındaki etkileşimin ana ekseninde, tasarruf ve yatırımları belirleyen faktörler ve bunların ekonomik büyümedeki rolü vardır. Küreselleşme sürecinde artan uluslararası rekabet ülkeleri özellikle GOÜ' in açıklarını kapatabilmesi için dış kaynağa ihtiyaç duymalarına neden olmaktadır.

Yatırımlar her dönemde ve teorik çerçevede ekonomik büyüme için önemli bir yer tutmaktadır. Geniş anlamda yatırımlar sadece sermaye malları harcamalarından değil teknolojik ve beşeri sermayenin geliştirilmesini sağlayan harcamaları da içermektedir. Bu çerçevede yatırımlar azalan getirilerin oluşumunu engelleyecek ve yatırımını arttırabilen ülkenin daha hızlı büyümesini sağlayabilecektir. Yurtiçi tasarruflardan faydalanarak yatırımlarını gerçekleştirebilen kapalı ekonomiler yatırımlarını sadece yurtiçi tasarruflar ile finanse edebilirken yatırım performansına sahip ülkede yurtdışı tasarruflar kalkınma için gerekli olan finansmanın sağlanmasında

[170] Piet Eichholt, Kees Koedijk ve Mark Schweitzer, "Global Property Investment and the Coast of International Diversification", **Journal of International Money and Finance**, Vol:20, 2001, s.347. ve Mari Pengestu ve Bijiti Bora, "Evaluation of Libereralization Policies Affecting Investment Flows in the Asia Pasific", erişim: htpp:\www.ap.harward.edu/paper/recoop_pdf2 (12.06.2008).

tamamlayıcı bir kaynak niteliğinde olacaktır[171]. Bu durumda sermaye harekelerinin türlerin göre bir ülkenin büyümesinde gerekli olan yarımların finansmanındaki önemi de ortaya çıkmaktadır. Spekülatif ve kısa vadeli olmayan sermaye hareketleri bir ülkeye sermayenin yanı sıra teknoloji ve yönetim bilgisini de transfer ettiğinden bu tür eksiklikleri olan ülkeler sürdürülebilir büyümeyi sağlayabilmek için sermaye hareketlerinden alabilecekleri payı arttırmaya yönelik politikalar üretme çabası içine girebilmektedir[172]. Bu durum özellikle GOÜ'in sermaye hareketlerine karşı olan ilgisini arttırmaktadır.

Firmaların hisse senedi kamunun ise devlet tahvili ve hazine bonosu ihracı yoluna başvurarak PY kanalı ile dış finansman anlayışı ve yabancı sermaye hareketlerinin DYY türü ile büyüme arasında pozitif ilişkinin varlığı yapılan incelemeler ile genel kabul görmüştür. Ancak bu ilişiki ülkeye giren yabancı sermayenin niteliği ile de ilişkilidir. Bir ülkedeki mevcut yatırımlardaki artış ile şirket satın almaları ve birleşmeleri yoluyla gerçekleşen yeni yatırımların ülke yatırım tasarruf oranınına etkisi diğer bir fade ile yabancı yatırımların büyümeye katkısı değerlendirilmelidir. Yine de sermaye hareketleri türlerinden DYY'ın büyümeyi ithal yatırım araçları, teknoloji transferi ve firmaların sunduğu yenilikler ile hızlandırıcı etkisi olduğu savunulmaktadır[173].

GOÜ'de sermaye hareketlerine olan ilginin nedenlerinden biri de DYY türünde gelen yabancı sermaye yatırımları ile firmaların kendilerine özgü avantajları yatırım yaptıkları ülkeye getirmeleridir. Firmalar bu tür yatırımlarla makine ve teçhizatın gibi somut varlıkların yanı sıra firmaya özgü teknoloji, yönetim becerisi ve pazarlama yöntemleri gibi nicel birikimlerini de yatırım yapılan ülkeye getirebilmektedirler. Ayrıca bu tür sermaye hareketlerini gerçekleştiren firmaların, sahip oldukları finansman yapıları ve ölçekleri ile bilginin yayılması ve yaratılmasını sağlayabilme özellikleri nedeniyle ülke ekonomik büyümesine, yatırımlar aracılığı ile sermaye stoku oluşturarak ve kaynakların yeniden dağılımına etkinlik kazandırarak etki edebilmektedirler[174]. Diğer taraftan büyümeye etkisi açısından yatırım yapılan ülkedeki teknolojiye yapılabilecek dolaylı katkı da sermaye hareketlerinin beklenen bir etkidir.

---

[171] UNCTAD, "Foreign Direct Investment and the Challenge of Development", **World Investment Report**, United Nations, New York, 1999, s.156.

[172] Dunning, a.g.e., 1993, s.26.

[173] Demircan, a.g.e., 2003, s.7.

[174] R. Luiz De Mello, "Foreign Direct Investment in Developing Countries and Growth: A Selective Survey", **Journal of Development Studies**, No:34(1), s.14.

2.5.1.1.Doğrudan Etkisi: Yatırımlar

Uluslararası yabancı sermayenin kaynağı olan sermaye hareketleri iç tasarruf yetersizliği içinde bulunan ülkeler için önemli bir kaynak niteliğindedir. Bu tür ülkeler yatırımlarını arttırmak için ihtiyaç duydukları tasarruf birikiminden yoksundur. Özellikle GOÜ kalkınabilmek için yatırımlarını arttırmak çabasındadırlar ve bu süreçte sermaye yetersizliklerini bir ölçüde sermaye hareketine dönüşmüş yurtdışı tasarruflar ile giderebilmektedirler[175]. Bu tür ülkeler için kalkınma amaçlı sermaye yetersizliğinin diğer dış borç veya hibe yolu gibi sermaye transferleri ile giderilmesi alternatifi olsa da bu tür transferlerin neden olduğu politik ve ekonomik sonuçlar sermaye hareketlerini bu tür transferlere göre daha cazip kılmaktadır.

Diğer taraftan ÇUF tarafından geçekleştirilen sermaye hareketleri türlerinden DYY'ın yatırım yapılan ülke için dolaysız ve statik olarak değerlendirilebilecek sermaye birikimi, istihdam artışı ve kaynakların etkin dağılımı gibi katkıları olabilmektedir[176]. Ayrıca yatırım yapılan ülkenin uluslar arası ticarette karşılaştırmalı üstünlüklerinin artmasına da katkı sağlayabilmektedirler[177]. Sermaye hareketlerinin banka borçları ve PY türünün dışındaki DYY, dışsal sermaye kaynağından ayrılarak yabancı tasarrufların içselleştirilmesi yoluyla büyümeye doğrudan katkı sağlayabilmektedir.

Sermaye hareketlerinin büyümeye etkisi, bu sermayenin yatırımları ve/veya tüketimi finanse etmesi ile doğrudan ilişkilidir. Sermaye hareketinin gerçekleştiği ve sıkı maliye politikaları ile yapısal reformların uygulandığı ülkelere, sermaye hareketinin hızlanması üretimde artışa yol açabilmektedir. Sermaye girişlerinin ekonominin hem arz hem de talep yönüne artırıcı etkide bulunabilmektedir. Bunun en önemli nedeni sermaye hareketlerinin yatırımları ve ihracatı finanse edebilmesindir. Böylece artan yatırımlar ve ihracat da; üretimi, istihdamı ve nihayetinde de milli geliri olumlu etkileyerek ülke ekonomisine katkıda bulunabilmektedir.

2.5.1.2.Dolaylı Etkisi: Teknoloji ve Yönetim Bilgisi

Ekonomik büyümede fiziki sermayenin önemi ile beraber diğer bir büyüme unsu olan teknolojik bilgi stokunun arttırılması da göz ardı edilmemelidir. Ülke

---

[175] Rıdvan Karluk, **Türkiye Ekonomisi**: Tarihsel Gelişim, Yapısal ve Sosyal Değişim, 7inci Basım, İstanbul,1999, s.208.

[176] Akyan Candemir, Türkiye'de Doğrudan Yatımları Etkileyen Faktörler, **YASED**, No:53, 2006, s.55.

[177] S. Young, N. Hood ve E. Peters, "Multinatinal Enterprises and Regional Economic Development", **Regional Studies**, Vol:28, s.662.

yoksulluklarının temel nedenlerinden biri de teknolojik bilgi yoksulluğudur. Büyümede teknolojinin önemi sanayideki gelişmeye paralel olarak sürekli artış kat etmektedir[178]. Uzmanlık ve teknoloji gerektiren sanayi yatırımlarının hacim ve konu olarak artması ve rekabetin maliyet unsurunu ön plana çıkarması ile bu önem giderek daha da artmaktadır.

Sermaye hareketlerinin büyümeye dolaylı etkisi açısından bir ülkeye giren sermaye ile beraber teknoloji transferinin de yapılıyor olması yatırım yapılan ülkenin teknolojik bilgisinin artmasına neden olacaktır. Ancak yatırımı gerçekleştiren ÇUF'ların da mevcut teknolojileri ile karlarını maksimize etmek istedikleri unutulmamalıdır. Bu nedenle teknoloji aktarım konusu sermaye hareketlerinin ülke ekonomisine etkileri açısında en çok tartışmalı konularından biridir. Bu tartışmalar teknolojinin transferi sonrası yatırım yapılan ülke koşullarına uygun yeni teknolojiler geliştirip geliştirilemeyeceği, teknoloji transferinin mi yoksa patent, lisans veya teknik işbirliğinin mi daha yararlı olup olmayacağı ile karşılıklı mal ve girdi alış verişi sonucu ekonominin diğer kesimlerine nasıl etki edeceği üzerinde yoğunlaşmaktadır[179]. Bu çerçevede ülke dışından gelen yeni teknolojinin ülke içi adaptasyonu için gerekli alt yapı ve uzman işgücünün önemi de ortaya çıkmaktadır.

Yabancı sermaye aynı zamanda yatırım yapılan ülkeye yönetim ve işletme bilgisi olarak firma nicel değerlerini taşıyabilmektedir. Kaynakların etkin ve verimli kullanılması ile beşeri sermayenin oluşturulmasına yönelik bu tür transferler sermaye hareketlerinin rekabet gücünün artırılması ile büyümeye dolaylı olarak neden olan etkileri arasında sayılabilir. Özellikle ÇUF'ların yabancı sermaye ve teknik bilgi ile beraber üst düzey yönetici ve teknisyen personelini yatırım yapılan ülkeye getirmesi buna aracılık edebilmektedir.

Sermaye hareketlerinin yatırım yapılan ülkede yatırımlar üzerindeki etkisi ülkenin iç tasarrufları ile yaptığı yatırımları etkileyerek dolaylı yollarla da olabilmektedir. Ayrıca bu etkiden farklı olarak diğer yapılan yatırım daha önce ÇUF' lara bağlı firmaların da yaptığı yatırımları etkileyebilmektedir. Bu çerçevede yapılan yatırım ülke içi yatırımlar üzerinde bir dışlama etkisine sahipse yapılan yatırımın etkisi miktarından az olmaktadır. Tersi durumda ise çekme etkisi söz konusu olabilmektedir. Bu etkilerin

---

[178] Güngör Uras, **Türkiye'de Sermaye Yatırımları**, Ezgü Yayınları, İstanbul, 1979, s.47.

[179] Afşin Şahin, "Çokuluslu Şirketlerin Davranışlarının Genel Açıklaması ve Teorik Yaklaşımlar", **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı:485, 2004, s.54.

yatırım yapılan sektör ve finansal piyasalarda görülmesi olası finansal imkanları ile rekabet ve üretim teknolojilerini harekete geçirebilecek ve rekabette zorlanan yerli yatırımcıların firmaları piyasa dışına çıkabilecektir.

2.5.2.Genel Dengeye Etkisi

Sermaye hareketlerinin makro ekonomik etkilerinin başında yurtiçi üretim ve tüketim ile yatırım ve tasarruflardan oluşan ve dış denge ile tamamlanan ekonominin genel dengesine etkileri gelmektedir. Ekonominin genel dengesi yurtiçi gelirlerin ne ölçüde tüketilip ne ölçüde tasarruf edildiğini, tasarrufların yatırımları ne ölçüde finanse ettiğini ve yatırım tasarruf açığı bulunuyorsa bunun ne ölçüde yurtdışı kaynaklar ile finanse edildiğini gösteren dengedir.

Uluslararası sermayeyi talep eden ülkelerin amacı, büyüme ve kalkınmaya yönelik kaynak yaratılması ülkenin milli gelirinin arttırılmasıdır. Daha net bir ifade ile istikrarlı ve kalıcı bir ekonomik büyümenin sağlanmasıdır. Çünkü özellikle GOÜ' de, istikrarlı büyümeyi sağlayacak yurtiçi tasarruflar yetersizdir. Sermaye hareketinden yararlanılarak büyüme hedefine ulaşılmasında önemli unsur ise sermaye akımı döneminde uygun yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve iktisat politikalarının uygulanmasıdır[180]. Sermaye hareketlerinin yatırımları ve üretimi finanse ederek beklenen büyümeye katkısı hedeflenirken ekonominin genel dengesine olan etkileri oluşmaktadır.

2.5.2.1.Tasarruf ve Yatırımlar

Tasarrufu, sermaye oluşumu için mevcut reel kaynakların arzı olarak tanımlayan görüşe göre kişisel tasarruf, bireyin cari ve gelecek tüketimi arasında yaptığı dönemler arası tercihe bağlı olarak belirlenmektedir. Dönemler arası seçim bireyin zaman tercihi oranı ile ifade edilir. Birey ya cari gelirini tasarruf ederek gelecekteki gelirine dönüştürür ya da gelecekteki tüketim düzeyini artırmak için cari gelirini yatırıma yöneltir. Bu durumda üretken yatırım talebini cari tasarruf ile gelecekteki tüketim arasındaki dönüşüm oranı kaynaklı ise bu talebi de mevcut üretim

[180] Yılmaz Akyüz, "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme: Latin Amerika Deneyimi", **Mülkiyeliler Dergisi**, Ankara, Mart 1994, s.165.

teknolojisi belirlenmektedir[181]. Bu dönüşüm oranı, sermaye teçhizatına yapılan yatırımın marjinal fiziki verimliliği biçiminde de ifade edilmektedir.

Sermayenin marjinal fiziki verimliliği, bireylerin gelecekteki tüketimlerini artırabilmek için cari gelirlerini tasarruf etmeleri ile tasarrufların reel getirisi arasındaki değişme oranını göstermektedir. Gelecekteki gelirini artırmak için para piyasasında borçlanarak veya borç vererek, cari ve gelecekteki tüketiminin muhtemel dağılımların içeren bir dönemler arası bütçe kısıdıyla yüz yüze kalan birey, bu borçlanma ve borç verme kararlarını, tüketiminin fiili geçici dağılımını zaman tercihi ile aynı çizgiye gelecek şekilde vermektedir. Optimum davranış, tüketiminin zaman profilini, zaman tercihi ile uyumlu hale getirecek şekilde hem para hem de sermaye piyasasından borçlanmak ve borç vermektir. Bu durumda borç verilebilir fonların faiz oranı sermayenin marjinal verimliliğine ve her iki büyüklük de bireysel zaman tercihi oranlarına eşitlenmelidir ve Cari dönemde tüketimin artması veya verimliliğin yükselmesi tasarruflarda göreli bir kıtlık yaratır[182]. Kısaca tasarruflar cari ve gelecek tüketim arasında yapılan tercih sonucunda ortaya çıkmaktadır. Bireyler faiz oranlarının zaman içerisinde değişen getirileri ile yaşamları boyunca düzenli ve istikrarlı bir tüketim düzeyinin sürdürülmesini karşılaştırarak kendi faydalarını maksimize ederler ve tasarruflar ile yatırımları dengeleyen temel faktör faiz oranlarıdır.

Yatırımlar kısaca sermaye malları harcamalarından oluşur. Bununla beraber teknolojik ve beşeri sermayenin geliştirilmesini sağlayan türden harcamalarını da içerebilir. Bu çerçevede yurtdışı tasarruflar kalkınmada gerekli olan finansmanın sağlanmasında kaynak niteliğindedir ve bir ülkenin büyümesinde gerekli olan yatırımların finansmanındaki önemi bir rol oynar. Ancak ilişinin yönünü yatırım amacıyla ülkeye giren yabancı sermayenin niteliği belirler.

Tasarruf ve faiz oranları arasındaki ilişkinin yönü ve derecesinin ampirik bir soruna indirgendiği analizi esas alan Neoklasik ve Keynesian yaklaşımlara göre büyümenin temel değişkeni yatırımlardır. Tasarruf oranı ise dinamik bir biçimde ele alınmakta, yatırım sonucu gelir arttıkça bu oranın da yükseleceği varsayılmaktadır. Bu yaklaşım, düşük faiz oranın, sermayenin marjinal verimliliğini yükseltmek suretiyle, sermaye birikimini ve ekonomik büyümeyi teşvik edeceğini öne sürmektedir. Buna

[181] Yılmaz Akyüz, "Dünya Ekonomisinin Kriz Yılları", **İktisat-İşletme ve Finans**, Vol:6, Sayı:61, 1991, s.8.
[182] Akyüz, a.g.e., 1991, s.10.

karşın büyük ölçüde gelir düzeyi tarafından belirlendiği kabul edilen tasarrufların olumsuz etkilenmeyeceğini kabul edilmektedir. Analizlerinde esas olarak sanayileşmiş ekonomileri baz alan söz konusu yaklaşımlar doğrultusunda; düşük nominal mevduat ve kredi faiz oranları, gelişmekte olan bir çok ekonomide de kalkınma stratejisinin temel unsurlarından birini oluşturmuştur.

Genel olarak yatırım olanaklarının bol olduğu ancak, yüksek enflasyon ve parasal sistem üzerindeki kontroller sonucu tasarrufların yetersiz kaldığı gelişmekte olan çoğu ekonomide ise kısa vadeli parasal denge, faiz oranlarındaki değişmeler yoluyla değil (çünkü faiz oranları üzerinde idari kontroller mevcuttur), cari enflasyon oranındaki değişmelerle sağlanmaktadır. Diğer bir deyişle, bu tür denge dışı ekonomilerde, enflasyon oranı ekonominin kısa vadede dengeye gelmesini sağlayan bir değişken niteliğindedir. O halde bu tür ekonomilerde, enflasyon ve düşük faiz oranları, kalkınma için gerekli ekonomik artığın (fazlalığın) yaratılması ve bu artığın gerekli sermaye birikimi için kullanılması işlevini üstlenmiştir.

Sermaye hareketlerinin ekonominin genel dengesi içinde tasarruf ve yatırımlara etkisi az sayıda aksi örnekler olsa da genelde ülkelerin yurtiçi tasarruf oranını düşürmesi yönündedir. Bu düşüş genellikle özel sektör tasarruflarında görülmekte ve özel sektörde tasarruf düşüşü kamunun tasarruf atışından yüksek olduğundan ülke toplam tasarrufları azalmaktadır[183]. Özel sektör tasarruflarındaki azalış sermaye hareketlerinin ilk girişindeki büyüme ve onun refah etkisi ile menkul fiyatlarındaki artış ve üst gelir grubunun marjinal tüketim eğiliminin yüksekliğinden kaynaklanabilmektedir. Bazı ülkelerde ise sıkı maliye politikasını uygulanmaması ve kamu finansmanının sermaye hareketleri ile sağlanabilme imkanı kamu tasarruflarını azaltabilmektedir[184]. Sermaye girişine neden olan yüksek faizle birlikte tasarrufların azalması yatırımların uzun dönemli olmasını engelleyerek sermaye hareketlerinin yatırımlar üzerindeki etkisi azalabilmektedir. Diğer taraftan yüksek faiz oranları ödünç verilebilir ve yatırım fonlarını reel yatırımların dışına iterek finansal yatırımlara yöneltebilmektedir[185]. Bu durum yatırımları azaltıcı ve sanayileşmeyi yavaşlatıcı etkisi nedeniyle ülke makroekonomik dengelerin olumsuz etkilemektedir. Ancak sermaye hareketlerinin DYY türünde reel ekonomiye yönelmesi yatırımlarda artışa neden

[183] Uzunoğlu, Aklin ve Gürlesel, a.g.e., 1995, s.65.
[184] Akyüz, a.g.e., 1994, s.23.
[185] Gülten Kazgan, **Yeni Ekonomik Düzende Türkiye'nin Yeri**, Altın Kitaplar, İstanbul, 1994, s.107.

olabilmekte ve sermaye hareketleri yatırımları yani reel kesimi finanse edebilmektedir. Bunun ödemeler dengesi üzerindeki olumlu etkisi ise yurtiçi tasarruf oranlarının artarak yatırımlara yönelmesi şeklinde olmaktadır. Yine de yatırılmadaki artışa karşın yurtiçi tasarruflardaki düşüş ödemeler dengesini olumsuz yönde etkilemesi ve oluşan cari açığın kısa vadeli spekülatif nitelikli sermaye hareketleri ile finanse edilmesi makro ekonomik dengesizliklere neden olmaktadır.

2.5.2.2.Üretim ve Tüketim

Sermaye hareketleri, yapısal reformları gerçekleştirmiş ve sıkı maliye politikası uygulayan ülkelerde ekonominin hem arz hem de talep yönünü artırıcı etkisi nedeniyle üretim ve tüketim artışına dolayısıyla büyümeye etkisi olmaktadır. Ancak bir ülkeye yönelik sermaye hareketi, üretim ve tüketim artışını kamçılarken bunlara etkisi aynı oranda olmamaktadır.

Tüketim artışı yurtiçi üretim tarafından karşılanamayınca ithalat artabilmekte ve cari işlemler dengesi dış tiaret nedeniyle açık verebilmektedir. Sermaye hareketleri ile artan tüketimin ithalat ile karşılanması yurtiçi fiyatlar üzerindeki baskıyı azaltabilmekte ve fiyat artışları engellenebilmektedir. Sonuçta sermaye hareketlerinin ekonomide daha çok tüketimi finanse ettiği görülebilmektedir.

Özellikle GOÜ' de finansal serbestleşme döneminde, dış ticaretin serbestleştirilmesi ile birlikte, ekonominin öncesi döneminde biriken ve tatmin olmayan talep ortaya çıkabilmekte, tüketimde ve tüketim malları ithalatında bir artış yaşanabilmektedir. Finansal serbestleşme neticesinde tüketici kredileri hızla yaygınlaştırmakta ve bu da tüketim harcamaları üzerindeki gelir kısıttını belli gelir grupları için büyük ölçüde ortadan kaldırarak tüketimi gelirin önüne geçirebilmektedir[186]. Böylece uluslararası sermaye hareketleri, bankacılık sisteminde tüketici kredilerine dönerek tüketimi körükleyebilmektedir.

2.5.2.3.Ödemeler Dengesi

Ödemeler dengesi, bir ülkenin belli bir dönemde diğer ülkelerle yapılan mal, hizmet ve sermaye hareketleri işlemlerinin diğer bir değişle döviz cinsinden gelir ve giderlerinin durumunu ifade eder. Ödemeler dengesi üzerindeki denge veya dengesizlik

[186] Uzunoğlu, Aklin ve Gürlesel, a.g.e., 1995, s.64.

durumu, ülkenin ödemeler yönündeki iyileşmeleri ya da bozulmaları yansıtır[187]. Dolayısıyla da çoğu zaman ülkelerin ekonomik itibarının bir göstergesi niteliğindedir.

Sermaye girişlerinin artması giren sermaye miktarı kadar ödemeler bilançosunun sermaye hesabına gelir kaydedildiğinden ilk aşamada olumlu bir etki yapmaktadır. Ancak sermaye girişi döviz kurunda değerlenmeye yol açacağından ihraç mallarının fiyatı göreceli olarak artabilmekte ve dolayısıyla ihracat gelirlerinde bir azalma yaşanabilmektedir. Sermaye girişi sonucunda kurda yaşanan düşüş sonucu, yabancı malların yerli mallara nazaran daha ucuz hale gelmesi ülke ithalatı artabilmektedir[188]. Neticede sermaye hesabında bir artış yaşanırken cari işlemler hesabı da bu durumdan olumsuz etkilenebilecektir. Bu etkinin büyüklüğü sermaye hareketinin türü ve aynı zamanda ülkenin marjinal tüketim eğilimi ile ithal mallara olan gelir-talep esnekliği ile ilgilidir.

DYY türünden sermaye hareketlerinin ihracat ve ithal ikamesi yoluyla başlangıçta ödemeler dengesi üzerinde olumlu katkıları olurken sonraki süreçte üretimin sürdürülmesi için gerekli olan girdilerin ithali, üretim faktörlerine ödenen faktör geliri ile yurtiçinde yaratılan yüksek gelirin marjinal tüketim eğilimine bağlı olarak artan ithalat ve üretimin sona ermesi durumunda giren sermayenin ülke dışına çıkması ödemeler dengesi üzerinde olumsuz etkilerde bulunabilmektedir[189]. Diğer taraftan spekülatif nitelikli kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomisini terk etmeye başlaması ciddi boyutlarda dengesizliklere yol açabilmektedir. Finansal derinleşmenin yeterince sağlanamadığı GOÜ' de bu durum çoğunlukla ekonomik krizlere neden olabilmektedir[190]. Ülkelerarası karşılaştırmalarda bir gösterge olarak kullanılan cari açığın milli gelire oranında yaşanan ani artış, ülkenin risk primini arttırmakta ve ülkeye gelebilecek yabancı sermayeyi olumsuz etkileyebilmektedir.

Finansal serbestleşme öncesi ülkeler uluslararası borçlanmanın sınırlı olması nedeniyle cari işleler açıklarını resmi rezervleriyle finanse etme yoluna gitmişler ve rezervlerinin yeterli olmaması durumunda da bu açıkları ortadan kaldırmaya yönelik politikalar uygulamışlardır. Özellikle 1980 sonrası başta GÜ sonra da GOÜ olmak

---

[187] Seyidoğlu, a.g.e., 2001, s.132.

[188] Joseph E. Stiglitz ve Avik Bhattavharya, "Underpinnings of a Stable and Equitable Global Financial System: Form Old Debates to a New Pradigma", **Annual World Bank Conference on Development Economics**, World Bank, New York, 1999, s.23.

[189] Karluk, a.g.e., 2002, s.411.

[190] Dani Rodrik ve Aaron Velasco, "Short-Term Capital Flows", **Annual World Bank Conference on Development Economics**, World Bank, New York, 1999, s.74.

üzere sermaye kontrollerinin kaldırılması ve kambiyo rejimindeki değişiklikler yapılması cari işlemler açıklarının finansmanını kolaylaştırarak açık ekonomide dış denge başlığı altında verildiği gibi ödemeler bilançosundaki sermaye hesabı ile cari işlemler hesabı arasındaki ilişkiye yeni bakış açısını getirmişlerdir. Uluslararası sermaye hareketlerinin, 1990'larda, cari işlemler açıklarının önemli bir nedeni olduğu kabul edilmeye başlanmıştır[191]. Bu çerçevede sermaye hareketleri ülkelerin cari işlemler açıklarını finanse eden bir olanak sunarken aynı zamanda cari açıkların da kaynağını oluşturmaktadır. Cari işlemler açıklarını aşan boyutta sermaye akışı ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olarak ihracatın azalmasına ve ithalatın artmasına neden olarak cari işlemler hesabını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Uzun dönemde bu etki üretim faktörlerinin ihraç ve ithal ikamesi malların üretildiği sektörlerden ticarete konu olmayan malların üretildiği sektörlere kaymasına neden olarak ihraç ve ithal ikamesi malların üretiminde azalma söz konusu olmaktadır[192]. Bu durum ülkenin ihraç ve ithal ikame sektörlerinde daralmaya sebebiyet vererek cari açıkların kronikleşmesi sorununu gündeme getirebilmektedir.

Sermaye hareketlerinin yukarıda açıklanan nedenlerle ödemeler bilançosundaki cari açık sorununun dolaylı ve/veya doğrudan nedenlerinden biri olarak değerlendirilebilmektedir. Ödemeler bilançosundaki sermaye hareketleri ile cari işlemler arasındaki bu karşılıklı etkileşim sermaye hareketlerinin mi cari açığa yoksa cari işlemler açıklarının mı sermaye akışına neden olduğu konusu tartışmalıdır. Finansal serbestleşme öncesi cari işlemler açıklarının sermaye hareketlerine neden olduğu ampirik çalışmalarda gösterilmişken serbestleşme sonrası bu durumun değiştiği ve 1990'lı yıllarla beraber sermaye hareketlerinin cari açıklara neden olduğu söylenebilmektedir[193]. Ancak sermaye hareketlerinin cari açık ve dolaylı olarak ödemeler dengesi üzerindeki etkisi incelenen dönemlerde ülkelere göre farklılık gösterebilmektedir.

Yabancı sermaye hareketlerinin ödemeler dengesi üzerinde olumlu katkıları olacağı yönünde görüşlerde mevcuttur. Bu olumlu etki yatırım yapan ÇUF'ların

---

[191] Huey Wong ve Luis Carranza, "Policy Responses to External Imbalances in Emerging Market Economies Further Empirical Results", **IMF Working Paper**, No:103, 1998, s.243. Erişim:htpp://imf.org (23.07.2008).

[192] Eduardo F Arias ve Peter J. Montiel, "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries Prospects and Policy Response", **Word Bank Policy Research Working Paper**, No:1473, 1995, s.347.

[193] Maxwell J. Fry, Stijn Claessens, Peter Burrindge ve Marie-Christine Blanchet, "Foreign Direct Investment, Other Capital Flows and Current Account Deficits", **Word Bank Policy Research Working Paper**, No:1527, 1995, s.79. Erişim:htpp://wdswordbank.org.(07.09.2008) ve Wong ve Carranza, a.g.e. s.247.

uluslararası etkinliğine bağlı olarak yatırım yapılan sektörün ihracat olanakları ile sınırlıdır. Ancak bu durumda kar transferlerinin ödemeler dengesi üzerindeki yarattığı olumsuzluklar azaltılabilir. Yatırım yapılan sektörde yurtiçi üretim kapasitesi arttırılarak yerli yatırımcıların ihracata yöneltilmesi de söz konusu olabilir[194]. Kısaca sermaye hareketlerinin ödemeler dengesi üzerindeki yatırım ve ara malı ithalatı ile kar transferi sonucu yarattığı olumsuz etki üretim kapasitesi ve ihracat kabiliyetleri ile giderilebilirken ithal ikamesi ile de döviz kazancı elde edilebilir.

2.5.3.Diğer Makroekonomik Etkileri

Sermaye hareketlerini yöneldiği ülkelerde uygulanan döviz kuru rejimine bağlı olarak ülke parası üzerinde değer kazandırıcı etkisi olabilmektedir. Çünkü sermaye akımının yarattığı döviz arzı, ülke parasının reel olarak değer kazanmasına yol açmaktadır. Bu durum sonucunda, dış ticaret dengesi ülke aleyhinde bozulmakta ancak yüksek reel faizler ve düşük kur ayarlamalarının cezp ettiği sermaye akımı; dış ticaret ve cari işlemler açıklarını kapatmaktadır. Bu durum ülke parası lehine döviz kurlarına baskı yapmaktadır[195]. GOÜ'de yabancı kaynağa var olan ihtiyaç dikkate alındığında genellikle kurlara müdahale mevcut sermaye girişini engellemeyecek, aynı zamanda ihracatı teşvik edecek şekilde yapılmaktadır.

Reel kurun değer kazanmasıyla artan yurtiçi harcamalar ve dış ticarete konu olan malların arz-talep yapısı nihai dış ticaret açığını oluşturmaktadır. Ülkeye giren sermayenin ülkede ne kadar kalacağını reel kurun oynaklığı belirlemektedir. Sermaye yatırım şeklinde girdiyse reel kurdaki oynaklık daha düşük olmaktadır. Sermaye eğer spekülatif nitelikli kısa vadeli sermaye hareketi şeklinde girdiyse, kar imkanı ortadan kalktığında çıkışların başlama olanağı yükselmektedir. Sermaye girişi likiditeyi artırdığı için yurtiçi faiz oranları düşmekte ve bunun sonucu yurtiçi harcamaları arttırmaktadır. Dış ticarete konu olan mallara yönelen harcamalar ticaret açığını arttırmakta, bu da sermaye girişinin sürmesine yardım etmektedir[196]. Reel kurun değer kazanması, esnek kur sisteminde nominal kurun değer kazanması ise sabit kur sisteminde dış ticarete konu olmayan malların fiyatındaki artış yoluyla olmaktadır. Sermaye girişleri, sabit kur sisteminde, tüketimi arttırarak fiyatlar üzerinde baskı oluşturmakta artan tüketimin

---

[194] Erdoğan Alkin, "Yabancı Sermaye Hakkında Görüşler" , **YASED**, No:3, İstanbul, 1982, s.28.
[195] Erinç Yeldan, "Asya ve Latin Amerika Ekonomilerine Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Etkileri Üzerine Gözlemler", **Ekonomide Durum Dergisi**, Bahar-Yaz, 1998, s.160.
[196] Kaya, a.g.e., 1998, s.33.

ithalatla karşılanması yurtiçi tüketim üzerinde azalan baskı dış ticarete konu olmayan malların fiyatlarındaki artış nedeniyle enflasyonist etkileri hızlandırabilmektedir.

Enflasyon hızının yüksek olduğu GOÜ'lerde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi yüksek faiz politikasının yanı sıra aşırı değerlenmiş kur politikasını da beraberinde getirebilmektedir. Çünkü ülke dışına kaynak aktarımını önlemek ya da sınırlı tutmak için kur artışı enflasyonun altında tutulmak zorundadır. Bu da ülkelerin rekabet gücünün azalmasına yol açmaktadır[197]. Aşırı değerlenmiş kur sermaye çıkışlarını beraberinde getirip, yerli yatırım ve büyüme için gerekli kaynakların azalmasına neden olabilmektedir.

Sermaye girişlerinin etkin bir şekilde verimli yatırımlarda kullanılmaması kullanılan kredilerin zamanında ödenmemesinden dolayı iflaslara ve moral hazard diye adlandırılan problemlerin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir[198]. Ayrıca bu fonlar spekülatif nitelikte ise bu hareketler kısa dönem karlılığı değerlendirmeye yönelik olduğu için, menkul varlıkların değerleri üzerinde suni fiyat artışları yaratabilmektedir. Ekonomik gelişme sürecinde iyi işleyen bir sermaye piyasasının tasarruflar ve kaynak dağılımında etkinliği arttırarak fiyatlama sürecinde kaynakların daha iyi kullanımının sağlanması gerekmektedir. Ancak spekülatif sermaye hareketleri sonucu piyasalar, bu hareketlerin denetiminde kalarak yapay şişmeler ve daralmalar gösterebilmektedir.

Sermaye hareketlerinin neden olduğu yatırımlar ülkede istihdam düzeyini arttırma açısından önem taşımaktadır. Bu etki yatırımın nasıl ve hangi alana yapıldığına bağlı olmakla birlikte, yabancı sermaye istihdama dolaylı ve dolaysız olarak önemli katkılar yapabilmektedir. Sermaye hareketleri, kısa vadeli spekülatif fonlar şeklinde ülkeye girmiş ise, istihdama herhangi bir katkısı olmadığı gibi hızla ülkeyi terk etmesi durumunda ekonomideki olumsuzlukları derinleştirerek daha büyük bir işsiz kitlesini ortaya çıkarma özelliğine de sahiptir[199]. Ancak yatırımı gerçekleştiren ÇUF'ların nispeten vasıfsız iş gücünü yatırım yapılan ülkeden karşılaması, istihdama katkı yapabilmektedir. Diğer taraftan seçilen teknolojinin niteliği, yatırımın yapıldığı yer, ülkenin ekonomik koşulları ve yatırımın yapıldığı endüstrideki rekabet avantajları da yabancı yatırımların doğrudan istihdam etkilerini belirleyen unsurlar arasında sayılabilir.

---

[197] İzzettin Önder, "Ekonomik Kriz", **Yeni Türkiye Dergisi**, Sayı:41, Eylül-Ekim, 2006, s.45.

[198] Bernard Fishcer ve Hermut Reisen, **Towards Capital Account Convertibility**, OECD Policy Brief, No:4, 1992.

[199] Ahmet Zengin, "Türkiye Ekonomisi Açısından Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Bir Değerlendirme", **İşletme ve Finans**, Sayı:203, Ankara, Şubat 2003, s.63.

GOÜ' de finansal şişkinliklerin yarattığı dış borçlarda artış faiz ödemelerinin yükünü artırarak, kamu harcamalarında ani bir yükselişle sonuçlanabilmektedir. Bu yükseliş faiz oranlarında artışa neden olmakta ve faiz dışı bütçe açığı olmayan ülkelerde bile sürekli olarak kamu açıklarını arttıran kısır döngü ortaya çıkarabilmektedir. Bu kamu tasarruflarının azalması ve dış borçların artması, faiz oranlarında artışa yol açmakta ve ülke kaynaklarının daha fazla yurtdışına transfer edilmesine neden olabilmekedir. Artan kamu açıklarının makroekonomik dengeleri bozan sonuçlarını engellemek için faiz dışı bütçe fazlası verilmesini zorunlu hale getirilmesi, kamu yatırımlarının veya faiz dışı harcamaların azaltılmasına yol açmaktadır.

Sermaye hareketlerinin enflasyon üzerindeki etkileri ise genelde ekonominin genel dengesi ile parasal genişlemeler ve maliye uygulamaları üzerindeki etkileri vasıtasıyla olmaktadır. Enflasyonun kontrol edilmesi veya düşürülmesi büyük ölçüde, sermaye girişinin para arzındaki genişlemeye etkisinin sınırlandırılması ve yine sermaye girişinin döviz kurlarındaki etkisinin sınırlandırılması ile sağlanabilmektedir. Bu politikaları uzun süre ekonomideki diğer dengelerle yürütmek ve hızlı bir büyüme sağlamak zordur. GOÜ'e yönelik sermaye hareketlerinin hızlanması ile birlikte bunun fiyatlara etkisinin genellikle düşürücü yönde olduğu görülmüştür. Ancak sermaye hareketlerinin hızlanması ile yüksek enflasyona sahip ülkelerin hedefledikleri enflasyon oranlarını gerçekleştirebilmeleri tam olarak gerçekleşmemektedir[200]. Reel faiz oranlarının ve ülke parasının reel olarak sürekli değer kazandığı bir ekonomide istenilen yatırım seviyesine ulaşmak güçleşmektedir. Neticede sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile faiz oranlarının artması enflasyon oranlarını da artırabilmektedir. Ancak enflasyonun kontrol edilmesi veya düşürülmesi büyük ölçüde sermaye girişinin para arzındaki genişlemeye olan etkisinin ve sermaye girişinin döviz kuru üzerindeki etkisinin sınırlandırılmasıyla sağlanabilmektedir. Uyguladıkları istikrar politikaları için döviz kurunu çıpa olarak seçen ülkelerde sermaye girişinin para arzını arttırması sonucu, para otoritelerinin para politikası üzerindeki kontrolleri azalmaktadır[201]. Artan

[200] Latin Amerika ülkelerinde, yüksek sermaye girişinin olduğu dönemde, uygulanan Ortodoks politikalar ile enflasyon aşağı çekilebilmiştir. Ancak sağlanan fiyat istikrarı ile ilgili iki temel sorun oraya çıkabilmektedir. Bunlardan ilki fiyat istikrarını sağlamak için katlanılan üretim, istihdam ve gelir dağılımı bozuklukları ikincisi ise, uygulanan politikaların uzun süre korunması oldukça zor olan dengeler üzerinde oturmasıdır. Uygulanan sıkı para politikası ve yüksek reel faiz oranları sonucu reel olarak değerlenmiş ülke parası ile kamu kesiminin harcamalarında daralmalar yaşanabilmiştir. Ayrıntı için bkz. İzzettin Önder, Oktar Türel, Nazım Ekinci ve Cem Somel, Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı Politikaları; Türkiye Araştırmaları, **Tarih Vakfı Yurt Yayınları,** İstanbul, Ekim 1993, s.122.

[201] Kaya, a.g.e., 1998, s.40.

likidite ve yükselen enflasyon, fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik programların kredibilitesini azaltmaktadır[202]. Merkez Bankalarının genellikle piyasaya müdahale ederek yerli paranın aşırı değerlenmesini önlemeye çalışması, yoğun sermaye çeken ülkelerde bu şekilde artan likiditenin sıkı para politikası uygulayarak emilmeye çalışılması, mali yükün artmasına neden olabilmektedir.

2.5.4.Ekonomik Kriz Etkisi

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi piyasa ekonomisi uygulamalarının yaygınlaşmasını sağlarken aynı zamanda sermayenin dolaşımını serbest hale getirilmekte ve serbertleştirilen sermaye hareketleri ile bir ülke veya bölgede çıkan krizlerin küresel yanısımaları olabilmektedir. Ekonomik kriz, talep ve firma yatırımlarında daralma ile ortaya çıkan işsizlik oranında artış ve refah azalışı şeklinde kendini gösterebilmektedir[203]. Türleri açısından tam bir fikir birliği olmamasına karşın enflasyon ile deflasyon ve durgunluk ile resesyon krizleri ekonomik kriz türleri olarak sayılabilmektedir[204]. Krizler finansal kesim kaynaklı olabileceği gibi reel kesim kaynaklı olarak da ortaya çıkabilmektedir.

Ekonomik kriz finansal kesimi oluşturan kuruluş kaynaklı ise finansal, reel kesimi oluşturan firma kaynaklı ise reel kriz olarak ayrıma tabi tutulabilmekte ve reel kesim kaynaklı olanı genellikle firmaların aldıkları kredileri ödeyememlerinden kaynaklanmaktadır. Finansal olanının etkisi finans piyasalarında gözlemlenebilirken gerçek etkileri reel piyasalarda olmaktadır. Ekonomik yapıyı oluşturan mekanizmaların işlevini yitirmesi sonucu ortaya çıkan ekonomik kriz makro bakış açısıyla ülke ekonomisini etkilerken mikro açıdan firmaları etkilemektedir[205]. Finansal kriz firmaların sermaye birikimlerinin daralması, üretim ve dolaşım bütünlüğünün kesintiye uğramasına neden olabilmektedir[206]. Böylece reel kesim tahribata uğramakta ve

---

[202] Kazgan, a.g.e., 1994, s.105.

[203] Aykut Kibritçioğlu, "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler", **Yeni Türkiye Dergisi**, Sayı:44 Kriz Özel Sayısı, 2001, s.176.

[204] Enflayon Krizi, mal ve hizmet piyasasında genel fiyat düzeyinin belirli bir sınırın üzerinde olması iken Durgunluk Krizi; fiyatlar genel düzeyindeki artışın üretimde yatırımları teşvik edecek düzeyin altında gerçekleşmesi diğer bir değişle yatırımın yapılmaması ve büyümenin gerçekleşmemesi veya düşük kalmasıdır. Bunu büyümenin eksiye düşmesi izler ise resesyon krizi gerçekleşmektedir. Ayrıntı için bkz. Eğilmez, a.g.e., 2009, ss.48-50.

[205] Nisfet Uzay, "2001 Krizinin Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Üzerindeki Etkisi", **I inci Orta Anadolu Kongeresi**, 2001, s.442.

[206] Azzem Özkan, "Ekonomik Kriz ve Muhasebe Uygulamalarına Bazı Yansımalar", **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:22, 2005, s.168.

piyasaların etkin işleyişinin engellenmesi nedeniyle ekonomk kriz ortaya çıkabilmektedir.

Ekonomik kriz bankacılık kesimimi ile sigorta, leasing, faktoring ve yatırım fonu gibi şirket kaynaklı finansal kriz ise genellikle bu krizlerin yansıması borsa değer kayıplarında veya spekülatif atakla döviz piyasalarında olmaktadır[207]. Finansal krizler arasında ayrım yapabilmek zor olsa da para (döviz ve ödemeler dengesi), bankacılık ve dış borç krizleri finansal kriz türleri olarak sayılabilmektedir[208]. Döviz kuru krizi sabit döviz kuru politikalarının uygulandığı ekonomilerde dolarizasyon, devalüasyon veya spekülatif atak sonucu merkez bankasının rezervlerinin tükenmesi ile ortaya çıkmaktadır. Esnek döviz kuru sisteminde sermaye hareketlerinin bir ülkeye ters yönlü hareketi sonucu ödemeler dengesi açıklarını artırarak döviz rezervlerini tükenmesi ile de ödemeler dengesi krizi gerçekleşmektedir. Ekonomide fon arz edenler ile talep edenler arasında aracılık görevi gören banka ve finans sistemi bu görevini yerine getiremez ise banka ve finans krizleri yaşanmaktadır. Dış borç krizi ise bir ülkenin borçlarını ödeyememesi, borcun yeni ödeme planına bağlanamaması veya yükümlülüklerini ertelemesi ile kendini göstermektedir.

2.6.Sermaye Hareketlerinin Reel Ekonomik Sonuçları ve Olumlu Etkilerinin Reddine İlişkin Görüşler

Küreselleşme sürecinde teknolojik gelişmelerin zemin hazırlaması sonucu eklemlenen finansal piyasalar sermaye hareketlerinin hacim olarak genişlemesine neden olmuş ve bu gelişmeler ile beraber dış kaynak ihtiyacını karşılamada resmi kanallardan özel kanallara yönelen GOÜ'ler sermaye ihtiyaçlarını bu piyasalardan karşılama yoluna gitmişlerdir. Bu durum sermaye hareketlerinin ülke ekonomisine etkilerini de beraberinde getirmiş ve sermaye hareketlerinin önemini ortaya çıkarmıştır.

Literatürde sermaye hareketlerinin üretim ve istihdam üzerindeki olumlu etkileri reel katkı olarak değerlendirilmektedir. Bu reel katkının yanı sıra finansal ve makroekonomik etkilerin olumsuz olabileceği de ima edilmektedir. Sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri üzerindeki reel ekonomik etkilerinden öne çıkanları aşağıdaki gibi özetlenebilir.

---

[207] Eğilmez, a.g.e., 2009, s.51.

[208] Güven Delice, "Finansal Krizler: Teori ve Tarihsel Perspektif", **Ege Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:20, s.58.

Sermaye hareketleri ilk aşamada cari açıkların artmasına ve tasarrufların azalmasına neden olmakta ve de özel tüketim harcamalarının artması sonucunu doğurmaktadır. Bu artış GOÜ' de ithal malları tüketiminde artışa neden olmaktadır. Aşırı sermaye girişleri yerli paranın değer kazanmasına, ihraç mallarının rekabet gücünün azalmasına ve ekonominin ithalata daha bağımlı hale gelmesine sebep olmaktadır. Diğer taraftan sermaye hareketleri GOÜ'de para arzını reel ve nominal olarak artırabilmektedir. Sermaye hareketlerinin neden olduğu sonuçlardan bir diğeri de ülke varlık ve menkul fiyatlarında yükselişe neden olmasıdır. Bu durum bazı piyasalarda aktif fiyatların beklenmedik yükselişine neden olmaktadır[209]. Ayrıca sermaye hareketleri GÜ ve GOÜ ayrımında toplamda rezervleri GOÜ lehinde değiştirebilmiştir.

Sermaye hareketlerinin küreselleşme sürecinde kazandığı volatilite ve bu özelliğini girdiği ülkeye taşıyabilmesi olası istikrarsızlığı beraberinde getirebilmesine neden olabilmektedir. Sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkelerle etkileşimi bir taraftan istirarsızlık yaratabilirken diğer taraftanda itikrarsızlığı gideremeye yönelik ekonomi politikalarını etkisizleştirebilmektedir.

Ekonominin küreselleşmesiyle birlikte ulusal ekonomiler dış şoklara karşı açık hale gelmiştir. Uluslararası sermaye hareketleri makro ekonomik politikalara, bankacılık sistemine ve beklenmedik politik ve ekonomik gelişmelere karşı duyarlıdır. Bu etkilerden dolayı, sermaye hareketleri, faiz oranları ve döviz kurları yakın ilişki içindedirler. Birinde oluşabilecek bir dengesizlik hali diğerlerini de etkilemektedir[210]. Spekülatif nitelikteki sermaye hareketlerinin oluşan faiz ve döviz kuru arasındaki farktan yararlanarak arbitraj amaçlı işlemleri, sıcak para hareketi olarak nitelendirilen hareketleri ortaya çıkararak ülke ekonomilerinde istikrarsızlıklara ve krizler neden olabilmektedir. Spekülatif amaçlı sermaye hareketlerinin hacminin artması, bu sermayenin tersine dönmesi beklentisinin artması nedeniyle GOÜ'de ekonomik kriz potansiyelini artırmaktadır. Spekülatif güdülerle hareket eden yabancı sermayenin, üretken yatırımlara baskın çıkması ve reel getirilerin öneminin azalmasına sebep olmaktadır.

---

[209] Berksoy ve Saltoğlu, a.g.e., 1998, s.38.

[210] Muharrem Afşar, **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılığı Üzerine Etkisi**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2004, s.73.

Küreselleşmesi sürecinde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik olarak ülke ekonomilerine etkileyen bir dizi deregülasyonlar geçekleştirilmiştir. Genel olarak ele alınacak olursa bu adımlar; (i). Döviz kurlarının serbest piyasa şartlarında belirlenmesi, (ii). Faiz oranları ve krediler üzerindeki kamusal kontrollerin kaldırılarak, fon arz ve talebinin serbest piyasa koşullarında belirlenmesi, (iii). Uluslararası sermaye akımlarına getirilen sınırlamaların kaldırılması, (iv). Bankacılık, sermaye piyasası, sigortacılık v.b. mali piyasaların alt sektörleri arasındaki sınırların gevşemesi ya da ortadan kaldırılması, (v). Borsa aracı kurumlarının, müşterilerine uyguladıkları komisyonların serbest bırakılması, çeşitli ülkelere ait mali kuruluşların, satın alma ya da şube açma yoluyla mal piyasalara girişine izin verilmesi ile mali piyasalardaki rekabetin artması, (vi). Piyasaların düzenlemelerden arındırılarak, mali kurumların sermaye yapılarını güçlendirici düzenlemelere ağırlık verilmesi, (vii). Finansal piyasalarla ilgili olarak uluslararası piyasalarla işbirliğinde önemli adımlar atılması, (viii). Bilgisayar teknolojisi ve iletişim alanındaki hızlı gelişmelerin mali piyasalarda kullanılması ve uluslararasılaşma eğiliminin daha da artmasıdır. Sermayenin küreselleşmesine yönelik olarak gerçekleştirilen bu ekonomik rolünün anlaşılabilmesi bakımından önem taşımaktadır.

Haberleşme ve bilgi teknolojisinin hızla gelişerek, sermayenin dolaşımının serbest hale gelmesi, ülkeler arasındaki iktisadi, siyasal ve sosyal ilişkilerin giderek gelişmesine yol açmakta, dünya ekonomisinin gelişimi için olumlu etkiler meydana getirmektedir. Sermaye dolaşımının hızlanmasıyla birlikte, merkez ülkelerden çevre ülkelere sermaye hareketlerinde hızlı artışlar olabilmekte ve böylece dünya ekonomisinde faaliyet gösteren sermaye sahipleri arasında, rekabet ya da işbirliği içinde karşılıklı bağımlılık artmaktadır. Ülke ekonomilerinin giderek dışa açılmaları ve deregülasyonlara gitmeleri süreci, bu ülkeleri sermayenin uluslararası dolaşımına dahil olan ülkeler haline getirmiştir. GOÜ'in dünya ekonomisine entegrasyonu çerçevesinde, ticaret ve sermayenin önündeki engellerin kaldırılması ile dünyanın refah düzeyi artarken, bu artıştan da tüm ülkelerin payını alacağı öne sürülmüştür[211].

Sermaye hareketlerinin sermaye ihraç eden ülke ile ev sahibi konumundaki ülke ekonomilerine bu olumlu etkileri yanı sıra bağımlılık okulunun görüşleri çerçevesinde olumsuz eleştiriler ileri sürülmüştür. Sermaye hareketlerinin büyük kısmının GÜ arasında gerçekleşiyor olmasına rağmen bu grup ülkelerin aynı gelişmişlik

[211] Eroğlu ve Albeni, a.g.e., 2002, s.63.

düzeyinde olması nedeniyle eleştiriler çoğunlukla bu GÜ'den diğer GOÜ'e gerçekleştirilen sermaye hareketleri üzerinde yoğulaşmaktadır.

Sermaye hareketlerinin küreselleşmedeki eksiklikleri nedeniyle GOÜ' yönelmesini, GOÜ'i sermaye ihraç eden merkez ülkelerin uydusu kabul eden görüşte sermaye çevresel kapitalizme eklemlenme çabasındadır. GOÜ bu eklemlenme sürecinde ülke ekonomisi yararına olacak gelişmeler ile beraber zararlı gelişmelerle de karşılaşmakta ve bunları kabullenmek zorunda kalabilmektedirler[212]. GOÜ açısından bu olumsuzlukarın başlıcaları; finansman bağımlığı, kaynakların ülke dışına transferi, yetersiz sanayileşme ve üretilenlerin sadece pazarlamacısı olmalarıdır.

Yapısal bağımlılık ekolünün ileri sürdüğü görüşe göre GOÜ'in serbest dış ticaret teorilerinin esnekliği birden küçük birincil ürünlerin üretim ve ihracatı karşılığında katma değeri yüksek malların ithalatı nedeniyle GÜ ile eşitsiz bir ticari ilişki içersine girmektedir[213]. Ayrıca uluslararası rekabetten, monopolcü ÇUF'ın GOÜ firmalarından daha az etkilendiğini ileri sürmekte ve GÜ'in ithalat yerine sentetik üretim üstünlüklerini kullanması nedeniyle GOÜ'in madur ettikleri ileri sürülmektedir. Uluslararası kurumların GÜ taraftarı kararlarına ve küreselleşme sürecinde GOÜ'e uygulatılan ağır yaptırımların ortaya çıkardığı bağımlılığa yönelik eleştiriler de gündeme gelmiştir. Buna göre özelleştirme ile üretimin azaltılarak kamu değerlerinin düşük bedelden el değiştirdiği ve finansal serbestleştirme neticesinde sermaye piyasalarının spekülasyonlara açık hale gelerek üretken olmayan sermayenin etki alanına girdiği ileri sürülmüştür[214]. Spekülatif nitelikte kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik dengesizlikler sonucu piyasaları terk etmesi ile ülke rezervlerinin eridiği, faiz artışlarının ülke halkını yoksullaştırdığı ve üretimin olumsuz yönde etkilendiği öne çıkarılarak IMF politikaları eleştirilmiştir. Dış ticaretin serbestleştirilmesi ile GOÜ'in pazarlarını dışa açmaya zorlandığı da idea edilmiştir.

GÜ'in kalkınmasının ilk ve sonraki aşamalarında başta sanayi olmak üzere dış ticaret ve finans alanında birçok müdahaleci politikaları örnek gösterilerek sermaye hareketlerinin kalkınmadaki olumlu etkilerinin reddine ilişkin görüşler de öne

---

[212] Samir Amin, **Çevresel Kapitalizmin Toplumsal Biçimleri Üzerine Deneme**, Çev. Ahmet Kotil, Arba Yayınları, İstanbul, 1991, s.188.
[213] Fuat Ercan, **Modernizm, Kapitalizm ve Az Gelişmişlik**, Saral Yayınevi, 1998, s.156.
[214] Joseph E. Stiglitz, The Guardian, erişim: http://www.antimai.org/mkyy/stiglitz.htm (18.07.2008).

sürülmüştür[215]. Günümüzün sanayileşmiş ülkelerinin birçoğu II inci savaş sonrası ekonomilerini yeniden yapılandırmak için dış ticaretlerini serbestleştirilmesi sırasında müdahaleci sanayi politikaları uygulamışlardır[216]. Yine II inci savaş sonrası günümüzün GÜ'leri müdahaleci finansal politikalar da uygulamış ve etkili sonuçlar alabilmişlerdir. Savaş öncesi finansal düzenlemelerin olmadığı ve parasal otoriteden yoksun GÜ'ler finansal istikrarsızlıklara maruz kalmışlar ve savaş sonrası döneme özgü finansal düzenlemeler ile finansal istikrara kavuşarak büyümeyi sağlayabilmişlerdir. Savaş sonrasından 1980'e kadar GÜ'lerin hemen hemen tamamı sermaye hareketleri üzerindeki denetimlerini sürdürmüşlerdir[217]. Bu denetimler ekonomik büyümeyi sağlamak ve sermaye kaçışlarının ekonomide neden olabileceği istikrarsızlıkları engellemek amaçlı olmuştur. Ancak ABD finansal konumu nedeniyle 1960'ların başı hariç bu dönemde sermaye kontrollerini sürdürmeyen ülke konumunda kalmıştır.

1980 sonrası serbest piyasa ekonomisinin yükselişi döneminde GÜ'ler ulusal çıkarları veya finansal krizleri engellemek amacıyla piyasa düzenlemelerine veya piyasa müdahalelerine başvurmuşlardır. Bunun son örneği olarak 2008 küresel finans krizi sonrası alınan devlet müdahalesi önlemleri gösterilebilir. Bu tür müdahalelerden amaç finansal denetim ve düzenleme esikliklerine rağmen finansal istikrarı sağlayarak yatırımcıların güvenini kazanabilmektir.

Müdahaleci dönem olarak bilinen II nci savaş sonrası, serbest piyasa dönemi olarak bilinen 1980 sonrasına göre hem GÜ hem de GOÜ'ler açısında daha başarılı olarak görülebilir. Ancak bu devlet müdahalesinin savunulması anlamında değerlendirilmemelidir. Devlet müdahalesi sonucu başarısız kalkınma örnekleri göstermiş ve birbirinden farklı müdahale örnekleri olan ülke deneyimleri vardır[218]. Ancak Doğu Asya'da ekonomik kalkınmayı ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik başarılı örnekler de mevcuttur.

---

[215] İngiltere ve ABD kalkınma süreçlerinin ilk aşamasında korumacı politikalar uygulamıştır. Bunu Almanya, Fransa ve Japonya izlemiştir. ABD uygulamaları bebek sanayilerin korunmasına yönelik düşüncenin çıkış noktası olmuştur. Ayrıntı için bkz. Ha-Joon Chang, **Kicking Away the Ladder-Development Strategy in Historical Perspctive**, Anthem Pres, Ch.2, Londra, 2002.

[216] Bu tür sanayi politikalarında kamu iktisadi teşebbüslerinin Japonya, Fransa, Norveç, Avusturya ve Finlandiya'nın ekonomilerinin dönüşümüne önemli katkısı olmuştur. ABD savunma ve ilaç sanayilerine yapılan devlet yatırımları ve Ar-ge destekleri ile tarım sübvansiyonları özel sektöre önemli katkılar sağlayan ekonomi politikaları uygulanmıştır. Ayrıntı için bkz. R. Nelson,"National Innovation Systems-A Comparative Analysis", İçinden D. Mowery ve N. Rosenberg, **The US National Innovation System**, Oxford University Pres, 1993.

[217] Ha-Joon Chang ve Ilene Grabel, **Kalkınma Yeniden**: Alternatif İktisat Politikaları Elkitabı, Çev: Emre Özçelik, İmge Kitabevi, Ankara, 2005, s.24.

[218] M. Woo-Cuming, **The Developmental State**, Cornell University Press, Ithaca,1999. Aktaran: Ha-Joon Chang ve Ilene Grabel, a.g.e. 2005, s.27.

2.7.Sermaye Hareketleri Kontrolleri: Tobin Vergisi ve Diğerleri

Sermaye hareketleri kontrolleri genel olarak spekülatif amaçlı ve kısa vadeli hareketlerin bir ülkede döviz piyasalarında yaratabileceği istikrarsızlığı önleyerek bir döviz krizine neden olmaması amaçlıdır. Bir tür servet vergisi olarak da değerlendirilebilecek sermaye hareketleri kontrollerinin uzun dönemde gelir dağılımı üzerine de olumlu etkisi olabilir. Diğer taraftan küreselleşme sürecinde kontrollerin derecesindeki artış sermaye hareketlerinin olmamasına veya çok sınırlı olmasına yol açabilir. Bunun yanı sıra ülkelerarası çifte vergilendirmeyi önleme anlaşmaları sermaye hareketlerini teşvik edebilmektedir. Yerli veya yabancı yatırımcılara veya farklı yatırım araçlarına farklı uygulanan vergi oranlarının yaratacağı arbitraj imkanı bu durumdan yararlanmak isteyen yatırımcıların portföylerini farklı ülkelere yönlendirilmesine neden olabilmektedir.

Kısa vadeli olarak nitelendirilebilecek spekülatif amaçlı PY'na yönelik çifte vergilendirmenin önlenmesi anlaşması engel oluşturabilirken görece uzun vadeli DYY'de bunun etkisi daha sınırlı olabilmektedir. Küreselleşme sürecinde sermaye hareketleri kontrollerinin etkinliği karşısındaki en önemli engellerden biriside küreselleşen finansal piyasaların vergi yoluyla ne şekilde kontrol edilebileceğidir. Çünkü bu tür piyasalarda sınırlar aşırı portföy kazançlarının kaynak (gelirin elde edildiği) yoksa uyruk ilkesine göre mi? yada ikisinin karması bir yöntem uygulanarak mı? Kontrol edileceği tartışmalıdır[219]. Doğaldır ki sermaye ithalatçısının tercihi kaynak, sermaye ihraç edenin ise uyruk yönünde olacaktır. Bu karmaşıklık genel olarak her ikisinin karışımı uygulamaları ile giderilmeye çalışılmaktadır. Uygulamada DYY'de firmanın merkezi esas alınırken PY'de kaynak ve uyruk arasında yapılan anlaşmalara göre hareket edilmektedir[220]. Gerek Asya, Latin Amerika ve Türkiye krizlerinde, ülkeye gelen kısa vadeli sıcak para ülkelerin para değerlerini yükseltip, ihracatını azaltıp ithalatını arttırmış ve borcu yüksek olan ülkelerde cari açığın artmasıyla ile sermaye hareketlerinde ani çıkışlara yol açmıştır.

---

[219] Selda Aydın, "Asya Krizi ve Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi", **Maliye Dergisi**, Sayı:133, 2000, s.21.

[220] Anders Löflund, Eva Liljeblom ve Kaj Hedvall, "Foreing and Domestic Investors and Tax Induced Ex-Dividents Day Trading", **Journal of Banking and Finance**, September 2001, s.1693.

Sermaye hareketleri kontrollerinin uygulanması dört temel sebepten ortaya çıkmaktadır[221]. Bunlar; i. Speküatif sermaye hareketlerinin yapısındaki değişkenlik nedeniyle ortaya çıkabilecek istikrarsızlık döviz kurları veya ödemeler dengesi krizlerine engel olmak. ii. Yurtiçi tasarrufların Gelişmekte Olan Ülkelerde yabancı menkul varlık alımında ve yerli üretim faktörlerinin yabancılar tarafından satın alınmasında değil, yerli yatırımların kullanılmasını garantiye almak. iii. Devletin vergi toplama kabiliyetini arttırmak (gelir ve servet vergisi) ve sermaye hareketlerinin yapısal reform programlarının istikrarını ve kalıcılığını etkilemesini önlemektir.

Sermaye hareketlerinin bir ülkeye verebileceği zararların en aza indirilmesi konusundaki önerilerin başında Tobin vergisi (Tobin tax) gelmektedir. İlk olarak James Tobin tarafından 1972 yılında önerilen Tobin vergisinin kökleri Keynes'in konuya ilişkin düşüncelerine kadar uzanmaktadır. Ancak konu özellikle Güneydoğu Asya krizinden sonra öncelikli olarak tartışılmaya başlanmış ve sermaye hareketlerinin vergilendirilmesi konusunda Keynes'in ve Tobin'in fikirleri daha ön plana çıkmıştır.

Keynes risk ve ilave maliyetlerin uzun dönemli yatırımlara zarar vermeden kısa dönemli parasal akımları azaltabileceğini belirtmiştir. Hatta az miktardaki bir transfer vergisinin teşebbüsler üzerindeki spekülasyon etkisini hafifleteceğinden bahsetmiştir. Keynes, menkul kıymetler piyasasındaki fiyatlamalarda, böyle bir vergilemenin sadece dönüşümden kar elde etmek isteyenleri caydırdığını, ancak asıl ile ilgilenenleri ise etkilemediğini gözlemlemiştir[222]. İstatistiki olarak bu nispi caydırıcı etki herhangi bir değişimin yıllık maliyeti ile gösterilebilir.

Tobin vergisi ile döviz piyasasında yapılan çok kısa vadeli ve spekülatif amaçlı işlemlerin düşük bir oranda vergilendirilerek döviz kurlarındaki akışkanlığın azaltılması, uluslararası alanda kullanılmak üzere gelir yaratılması ve ülkelerin elde ettikleri kaynak ile daha fazla otonomiye sahip olması amaçlanmıştır. Bu da Keynes' in öngörüleri istikametinde, uzun vadeli veya kalıcı olarak gelen yabancı sermaye üzerinde önemli bir yük oluşturmamakta, sadece kısa vadeli spekülatif amaçlı yabancı sermayeyi etkilemektedir.

---

[221] Muhammed Akdiş, "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye", s.3-4. Erişim: http://www.ceterisparibus.net/dunya/kuresellesme.html (07.10.2008).

[222] Raffer Kunibert, The Tobin Tax: Reviewing a Discussion, **World Development Report**, Vol:26, No:33, World Bank, New York, 1998, s.530.

Söz konusu vergi bir para biriminden başka bir para birimine çevrilecek olan paradan %0,1 ile %0,5 arasında vergi alınmasını içermektedir. Bu vergi işlemin amacın ne olursa olsun hem alışta hem de satışta işlem miktarı üzerine uygulanacak oran kadar tahsil edilecektir. Tobin' e göre bu vergi uluslararası alanda bütün ülkelerde aynı oranda alınmalı ve hükümetler tarafından ülkelerinde gerçekleştirilen her türlü döviz işlemi için geçerli olmalıdır[223]. Verginin maliyeti aktifi elde tutulma dönemine ters orantılı olduğundan spekülasyonu yavaşlatacaktır. Vergi maliyeti hesap durumunun vadesi ne kadar kısa olursa o kadar fazla olacaktır.

Tobin vergisinin uygulaması basit bir mantığa dayanmaktadır. Küçük oranda belirlenmiş bir vergi, bir dövizin diğerine dönüşen her birimi için tarh edilmektedir[224]. Tobin' in kendi önerisi bu oranın %0,2 ile %0,5 arasında olmasıdır. Daha sonraları bu oran %1' e kadar yükselmişse de son zamanlarda %0,2 oranı daha bir kabul görmekte, en azından uygulanacak oranın %0,1'den küçük olmaması ilkesi benimsenmiştir. Spekülatif kazanç normal vergilerle engellenemez. Tobin vergisi kazanç üzerinden değil toplam işlem hacmi üzerinden alınmakta bu da spekülatif kazançlar üzerinde önemli yükler oluşturmaktadır. Diğer bir değişle Tobin vergisi spot döviz işlemleri üzerinden alınan bir sabit oranlı ad valorem vergi niteliğindedir.

Tobin Vergisinin uygulanması konusunda iki nokta açığa çıkmaktadır[225]: Bunlardan ilki işlem sayısı arttıkça sermaye üzerindeki efektif vergi oranı artmaktadır. Döviz alım ve satımı olarak yapılan iki taraflı bir işlem yılda bir defa yapılırsa vergi oranı %1, buna karşılık ayda bir kere yapılırsa %24'e haftada bir kere yapılırsa aynı hesapla %52'ye ulaşmaktadır. İkincisi Tobin vergisi bütün spekülatif işlemleri karsız veya imkansız hale getirmeyip sadece risk oranını yükseltecektir. Tobin Vergisi sadece Fransa, Malezya ve Şili'de çeşitli biçimlerde uygulanmış ve ABD, Belçika, İtalya,

---

[223] Barry Eichengreen, "Tobin Tax: What We Have Learned?", **The Tobin Tax**, Oxford University Pres, s.277.

[224] Böyle bir vergilemenin spekülatörler üzerindeki etkisi şöyle bir örnekle açıklanabilir: Doların değerinin Euro karşısında yükseleceğini tahmin eden bir spekülatör düşünelim. 1 milyon Euro' yu bir haftalığına satarak 1,1 milyon dolar satın alacaktır (parite 1,1$=1€). Eğer bir hafta içinde dolar Euro karşısında değer kazanırsa (yani parite l$=1€ olursa), 1,1 milyon dolarını 1,1 milyon Euro'ya satacak ve 100 bin Euro (%10) kar elde edecektir. Bu işlemde % 0.5 oranında bir vergi uygulanması durumunda spekülatör ilk alışında 5000 Euro vergi ikinci dolar satımında 5500 dolar (1$=1€) ödemek zorunda kalacaktır. Toplamda 10500 Euro vergi ödemek zorunda kalacaktır. Bu işlemde toplam karın %10,5'ine denk gelen bir vergi oranıyla karşı karşıya kalınmaktadır. Tersi bir durumda paritelerde hiçbir değişiklik olmazsa spekülatör alım satım işleminde %10.5 oranında vergi ödemek zorunda kalacaktır, yani beklentinin gerçekleşmemesi durumunda hem Tobin vergisi ödeyecek hem de kur riski üstlenilmiş olacaktır.

[225] Muhammed Akdiş, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar", s.6. erişim: http://makdis.pamukkale.edu.tr/Mak21.htm (23.01.2008).

Arjantin gibi ülkeler ile Dünya Bankası, IMF gibi uluslararası organizasyonlar çeşitli tarih ve şekillerde gündeme almışlardır. Kısa vadeli döviz değişimleri üzerinden alınacak küçük çaplı bir vergiden büyük yararlar beklenmektedir. Bu beklenen yaralara değinilecek olunursa:

Spekülasyonu Caydırma Etkisi: Kısa vadeli döviz alım ve satışları üzerine uygulanacak düşük oranlı bir verginin spekülasyonu caydırma etkisi büyük olacaktır. Döviz volatilitesi düşecek ve reel mal ve hizmet ticareti hareketlenecektir.

Gelir Sağlama Fonksiyonu: Tobin vergisinin uygulanmasıyla birlikte önemli bir vergi hâsılatı sağlanacaktır. %0.5 oranındaki bir verginin ortalama yıllık 100 milyar dolarlık gelir sağlayacağı ve bu gelirin işsizlik ve fakirlikle mücadelede kullanılabileceği belirtilmektedir.

Mali Tampon Fonksiyonu: Bu vergiyle hükümetler para politikalarını uygularken döviz kuruna olan bağımlılıkları azaltacaktır. Spekülasyonun azalması neticesinde ülkeler politikalarını uygularken daha bağımsız hareket etme kabiliyeti sağlayacaklardır.

Kısa Vadeli İşlemlerin Maliyetini Arttırarak İşlem Vadelerinin Uzamasını Sağlamak: Tobin Vergisi'nin uygulanmasıyla kısa vadeli işlemlerin maliyetinin artması nedeniyle bu tarz fonların daha uzun vadeli yatırımlara yönelerek reel sektöre olan katkıların artmasını sağlayacaktır.

Vergide Eşitlik ve Vergide Adalet İlkesinin Sağlanması: Verginin büyük bir bölümünün yüksek gelirli bireylerin Sel111aye üzerinden elde ettikleri gelirden alınması artan oranlı yapısının sağlayacağı etkiler, vergide adalet ve eşitlik ilkesinin sağlanmasında önemli bir fonksiyon görmektedir.

Tobin Vergisi, beklenen bu yararlarının yanında bir takım zararlı gelişmelere de yol açabilecektir. Her şeyden önce böyle bir verginin uygulaması sadece kısa dönemli para politikası aracı olarak hizmet verebilir. Uygulamanın ekonominin yapısal sebeplerinden kaynaklanan istikrarsızlıkları ortadan kaldırması gerekmektedir. Ancak Tobin vergisi yapısal sebeplerden kaynaklanan istikrarsızlıkları ortadan kaldırmaz. Ayrıca verginin uygulanabilmesi için dünya üzerindeki her finansal merkez ile bir anlaşma yapılması gerekecek, aksi halde döviz piyasaları vergisiz işlemlere ve vergi cenneti ülkelere yöneleceklerdir. Tüm ülkeler tarafından aynı anda yürütülmesi teknik

ve politik açıdan uygulanabilir değildir. Bir başka değişle uygulama sorunları vardır. Böyle bir verginin uygulanması günlük trilyonlarca doların döndüğü bir piyasaya büyük bir bürokratik yük getirecektir. Ayrıca merkez bankalarının piyasaya müdahale durumlarında, devletlerarası veya uluslararası kuruluşlar arası işlemlerde nasıl uygulanacaktır? Piyasa aracılarının yaptıkları bazı döviz alım ve satımları likiditenin istikrarı açısından yararlı olabilmektedir. Sadece döviz işlemlerinin vergilendirilmesi uluslararası sermayenin yönünü türev piyasalara yönlendirebilecektir. Finansal türevler ürünlerde uzun dönemden kısa döneme geçişi hızlandırabilecektir. Dolayısıyla bu tür bir vergi spekülatif amaçlı sermaye hareketlerini engellemez ve döviz kurlarında istikrarı sağlayamayabilir. Eğer bir döviz kuru spekülatif ataklar ile karşı karşıya ise spekülatörler yaptıkları işlemler üzerindeki vergi yükünü de dikkate alarak harekete geçeceğinden, bu volatiliteyi düşürmekten çok arttırabilecektir. Barry Eichengreen ve Charles Wyplosz'un Tobin vergisine önerdiği alternatif çözüm ise bankaların yerli olmayanlara ulusal para cinsinden verdikleri borçlar oranında zorunlu ve karşılıksız rezervler oluşturmaları şeklindedir[226]. Ancak böyle bir durumda ise parayı devalüasyondan önce satmak ve daha sonra devalüe olmuş bir parayla borcu ödemek için borç almak riskli olacaktır.

Tobin vergisi ile döviz işlemleri üzerinden vergi alınması yanında bu verginin başka bir para birimi üzerinden satın alınan tüm finansal araçlara veya dövizden menkul kıymetlere tüm dönüş işlemlerinde de uygulanabileceği belirtilmiştir. Böylece yabancı menkul kıymetlerin vergilendirilmesi, sermaye giriş ve çıkışlarının ile sermaye kazançlarının vergilendirilmesi de Tobin vergisi önerisi içinde değerlendirilebilmektedir. Yabancı menkul kıymetlerin vergilendirilmesiyle ülkede bulunan yabancı menkullere konulacak vergi düşünülmektedir. Bu tür vergi geçmişte Almanya ve İsviçre'de uygulanmıştır. Böylece yabancı menkul tutmanın maliyeti artacak ve fonlar yerli menkul kıymetlere yönelecektir. Sermaye giriş ve çıkışlarının vergilendirilmesi uygulaması; Amerika'da sermaye çıkışları üzerine ve İsrail'de sermaye girişleri üzerine uygulanmış ancak bu tür uygulamalar daha sonra terk edilmiştir. Sermaye kazançlarının vergilendirilmesi daha çok gelir vergisi içinde düşünülmüştür ancak o zaman da verginin uluslararası koordinasyonunda güçlükler ortaya çıkabilecektir.

[226] Gökhan Karabulut, "Finansal Liberalizasyon İktisadi Kriz İlişkisi", **İktisat Dergisi**, Şubat-Mart 2001, Sayı: 410–411, s.79.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ ile DIŞ DENGEYE ETKİSİ ve KRİZLERİN GÖLGESİNDE YÜKSELEN PİYASA ÖRNEKLERİNDE DIŞ DENGE SORUNSALINA YÖNELİK REEL EKONOMİK ETKİSİ

Küreselleşme sürecinde sermaye hareketlerinin değişen boyutlarının incelenmesinin yanı sıra ilgili ülkede yarattığı ekonomik etkiler de araştırma konusu olagelmiştir. Sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerine etkileri yeni olmamakla beraber özellikle GOÜ açısından yoğun olarak tartışılması ikinci savaş sonrasında olmuştur. Sermaye hareketlerinin uygulanan kambiyo rejimleri nedeniyle ülke finansal piyasalarındaki sınırlı etkisi başlangıçta tartışmaların daha çok DYY türü üzerinde yoğunlaşmasına yol açmış ve bu özelliği nedeniyle de sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerinin üretim ve ödemeler dengesi üzerindeki etkisine odaklanılmıştır. Bretton Woods sistemi sürecine paralellik arz eden bu durum sistemin çöküşü ve buna bağlı olarak da sermaye hareketlerinin değişen niteliği onun ülke ve bölge ekonomileri ile dünya ekonomilerine etkisine yönelik tartışmaları da değiştirmiştir.

Finansal deregülasyonlar ile sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerine yönelik tartışmaları değiştirerek yeni sorunların doğmasına neden olmuştur. Sermaye hareketlerinin doğrudan ve resmi kanallarının dolaylı ve özel yöntemlere dönüşmesi başlangıçta aşırı borçlanma sonucu meydana gelen ödenmeyen borçları tartışmaya açmıştır[227]. Sonrasında ekonomik sorunların genel olarak sermaye hareketlerinin özel kanallar yoluyla spekülatif amaçlı kısa vadeli yapıya dönüşmesinden ve arbitaj kazançları peşinde koşmasından kaynaklanması tartışmaların bankacılık ile döviz piyasaları üzerinde yoğunlaşmasına neden olmuştur[228]. Bu süreçte GOÜ ekonomilerinin dışa açık ekonomik yapıya dönüşmeleri yaşanan ekonomik krizlerin yayılma etkisini gündeme taşımıştır. Uluslararası sermaye hareketleri borçlanma ve abritaj kazançları dışında hisse senedi piyasaları ile DYY'ın karlılığı nedeniyle de gerçekleşebilmektedir. Yirmibirinci yüzyılın başından itibaren artan emtia fiyatları ile likidite bolluğu oluşmuş ve yaratılan türev ürünler ile sermaye hareketleri hacim ve dolaşım hızını gittikçe arttırarak küresel boyutlu yeni sorunların ortaya çıkmasına

[227] IMF, "Determinants and Systematic Consequences of Internatinal Capital Flows", **Occasinal Papers**, No:77, Washington DC, March 1991, s.22.
[228] Berksoy ve Saltoğlu, a.g.e., 1998, s.30.

neden olmuştur. Bir taraftan artan DYY ve dış ticaret nedeniyle bir takım ülkeler oluşan cari fazla ile sermaye hareketlerine katkı sağlarken diğer taraftan oluşturulan balonlarla varlık değerleri artmıştır. Dünya ekonomisinde yüksek büyüme oranlarının gerçekleşmesine karşın reel ekonomi finansmanını aşan ve finansal enstürümanlarla oluşturulan küresel likidite bolluğu sürdürülememiş ve bu defa reel ekonomik etkileri öne çıkan GÜ kaynaklı küresel kriz tartışmaya açılmıştır.

Ekonominin serbestleştirilmesi ve sermaye hareketlerinin küreselleşmenin ivme kazandığı yirminci yüzyılın son çeyreği ve yirmibirinci yüzyılın başından itibaren tekrardan artan dış ticaret ve gerçekleştirilen sermaye hareketleri birlikte birçok ülke ekonomisi tam olarak dışa açık hale gelmiştir. Sermaye hareketlerinin birçok ülkede artan boyutları özellikle GOÜ için dış finansman GÜ için ise cari açığın finansman imkanı sağlarken aynı zamanda makroekonomik alanda önemli etkilere de neden olmaktadır. Sermaye hareketleri ile makroekonomik etkileşim bir süreç içinde gerçekleşebilmekte ve bu sürecin farklı evrelerinde de birbirinden farklı etkileşim gösterebilmektedir. Ekonomilerin dışa açılması ve gerçekleştirilen finansal deregülasyonlar dış denge açısından da bölge ve ülke ekonomilerinin ödemeler dengesi dış ticaret ve finans hesabında yaşanan ithalat ve ihracat ile sermaye giriş çıkışlarının hacim ve tür olarak öneminin artmasına neden olmuştur. Bu süreçte sermaye hareketlerinin ülke ve bölge ekonomileri ile bir bütün olarak dünya ekonomisinde neden olduğu dış denge sorunun anlaşılabilmesi gittikçe daha da önem kazanır hale gelmektedir.

Bu bölümde önce genel olarak tarihsel süreçte yabancı sermaye hareketlerinin gelişimi verildikten sonra hacim ve dağılımı incelenecek ve reel ekonomik etkisi ele alınacaktır. GOÜ'e yönelik sermaye hareketlerinin kompozisyonu ile dış ekonomik denge ilişkisinin ortaya konmasının ardından neden olduğu başlıca ekonomik krizler ve seçilmiş ülke örneklerinde sermaye hareketlerinin dış denge sorunsalı çerçevesinde reel ekonmik etkisi incelenecektir.

3.1.Dünyada Sermaye Hareketleri ve Reel Ekonomi ile Dış Dengeye Etkisi

Ekonominin küreselleşmesi ile birlikte uluslararası sermaye hareketleri giderek artan hacimlere ulaşmış ve ülke ile bölge ekonomileri üzerindeki etkisi ciddi boyutlarda olmuştur. Bu nedenle son dönemde sermaye hareketlerinin ülke ve bölge ekonomilerine etkileri daha da tartışılır olmuştur. Sermaye hareketlerinin dış ekonomik

dengeye etkilerinin tartışılabilmesi için küresel sermayenin genel olarak gelişim süreci ile finansal deregülasyonlar ve dış ticaretin serbestleştirilmesi sonrası ulaştığı küresel boyutlarının ve dağılımının ortaya konmasına neden olmuştur.

3.1.1.Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Sermaye hareketlerinin tarihi kökenleri, firmaların kendi ülkeleri dışındaki ülkelerde üretim, dağıtım, pazarlama ve yüksek kar güdüsü ile alış verişin pazarlarda yapılması gibi faaliyetlerde bulunmaya başlamalarına dayanır. Sermayenin küreşelleşmesi konusunda genel kabul gören görüş, ulaşım maliyetlerinin düşmesi ve iletişim imkanlarının artması ile berabar iş bölümünün yayılmasının doğal bir uzantısı olduğudur. Her ne kadar ticaretin gelişimi konusunda yerel ve çevre pazarlar arasında yapılan alış veriş ön plana çıkarılmış olsa da aksi görüşler ileri sürülmüştür. Buna göre yerel pazarların sadece civarda yaşayanların bir araya geldiği yerler olduğu ve bölge dışından gelen tücararları buluşturan bölgesel pazar özelliği taşımadığı bu nedenle de tüccar kesiminin oluşumunda bir etkisinin olmadığı savunulmuştur.

Milattan Önce (MÖ) Akdenizde işbölümüne dayalı ticaret sürdürülmüş, klasik dönemde yine Akdeniz ve Karadeniz bölgesinde Atina'nın ticari faliyetleri yaygınlaşmış ve 11 inci yüzyıla kadar İslam coğrafyası ticarette merkezi rolünü sürdürmüştür. Ancak Çin'in onbeş yüzyıl kadar süren teknolojik üstünlüğüne, Antik Mezopotamya'da uluslararası ticaretin varlığına ve sonrasında ortaya çıkan ticaret tekniklerine rağmen Polanyi'ye göre ticaretin ortaya çıkmasında dış tehditle beraber malların coğrafi dağılımı nedeniyle ulaşım imkanlarının genişlemesi etkin olmuştur. Ancak ticaretin dinamiklerinin gelişmesi ve Ortaçağ sonlarında 15 yüzyıl Avrupa'da güçlenmesinde feodal sisteminin bozulmasının önemli etkisi olmuştur. Reform ile sermaye birikimi üzerindeki dini baskılar kalkmış, rönesans ile bilim gelişmiş ve uzak mesafelere gidiş kolaylaşmıştır. Gerçek ticari devrim ve servet birikimi ise özde şehir devletlerinin ortaya çıkması, Avrupanın yayılmacılığı ve böylece oluşan servet birikiminin ile yaşanmıştır. Ticaret ile birlikte finansal teknikler de döneme özgü olarak gelişmiştir. Bu dönemde sanayi sektöründe küçük çaplı gelişmeler olmasına rağmen ticari faaliyetlerin gölgesinde kalmıştır[229]. Ticaretin yayılması ve bugünkü şeklini almasında 15 yüzyılın ikinci yarısı bilimdeki gelişmelere paralel olarak deniz aşırı ulaşımın etkisi ve ticaret

[229] Jacques Adda, **Ekonominin Küreselleşmesi**, Çev.Sevgi İneci, İletişim Yayınları, İstanbul, 2002, ss.17-27.

yollarını ele geçirme mücadeleleri önemli rol oynamış ve 16 ıncı yüzyıldan itibaren bütün dünyayı etkilemiştir.

Piyasa ekonomisi ve dış ticaretin gelişimi ile ilgili 11 inci yüzyıla kadar indirgenen görüşlere karşın gerçek manada piyasa ekonominin oluşumu 17 inci yüzyıldan itibaren Avrupa'da merkezi yönetim eliyle başlatılan yerel pazarlar ile dış ticaretin birleştirimesi ile gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede yabancı sermaye yatırımlarının genel olarak 17'inci yüzyılda Avrupa ülkelerinin sömürgecilik faaliyetleri ile başladığı söylenebilir. Özellikle, Hollandalı ve İngilizlere ait Doğu Hint Kumpanyaları, Muscovy Kumpanyası, Kraliyet Afrika Kumpanyası ve Hudson Bay Kumpanyası bu dönemde ortaya çıkan önemli firmalardır. Bu firmaların en önemli koloni bölgelerindeki toptan ticari faaliyetlere öncülük etmişlerdir. Başlangıçta çokuluslu üretimde İngiliz firmalarının öne çıktığı ancak zamanla bu üstünlüklerini kaybettiği görülmektedir[230]. Her ne kadar kolonilerde yapılan yatırımlarının yabancı yatırımlarının öncüsü olarak kabul edilmesi tartışmalı olsa da, genel olarak yerel pazarlar için üretimin bu şekilde başladığı söylenebilir. 19 uncu yüzyılda sömürgecilik ile beraber enyüksek seviyesine ulaşan dış ticaret ulus devletlerin güçlenmesine de neden olmuş ve bunu ekonomik alanda müdahalecilik takip etmiştir. İşte bu noktada dış ticaret ve finansal hareketlerinin ülke ekonomilerine yaptığı etkiler tartışılır olmuştur. Bu tartışmalarla beraber yaşanan savaşlar sonrası uluslararası iktisadi sistemin yapılandırılmasına yönelik girişimler de ortaya çıkmıştır.

ABD kaynaklı olarak 19'uncu yüzyılın sonunda PY ve 1920'li yıllarda DYY başlamış ve ABD'den Avrupa'ya yönelik sermaye hareketleri hızlanmıştır. 1929 Ekonomik Buhranı ile uluslararası sermaye hareketleri kesilmiş ve 1930'lu yıllarda devalüasyon ve siyasi belirsizlikler ile sermaye hareketleri spekülatif amaçlı fon akımına dönüşmüştür. İkinci savaş sonrasında finansal piyasaların küreselleşme süreci girilmiş ve Bretton Woods konferansı ile yeni bir uluslararası finansal yapı kurma yoluna gidilmiştir. Oluşturulan yeni uluslararası para sistemi ile ülkelerin birbiriyle olan sermaye ve ticaret hareketleri düzenlenmiş, uluslararası parasal düzen ile ise bu sistemin yasal çerçevesi, düzenlemeleri ve uygulanma biçimi ortaya konmuştur[231]. Bretton Woods konferansı sonrası Dünya Bankası (World Bank-WB) ve Uluslararası Para Fonu'nun (International Monetary Fund-IMF) kurulması ile yeni uluslararası

---

[230] Peter Marcuse, "The Language of Globalization", **Monthly Review**, Vol:52, 2000, s.32.

[231] Ronald McKinnon, "Uluslararası Para Sistemlerine Tarihsel Bir Bakış", Çev.Gürsel Kona, Mart 1993, s.1.

ekonomik kurumlar oluşmuştur. Uluslararası para sistemi ve dünya sanayi üretimi alanlarında sağlanan iş birliği karşısında uluslararası ticaretin serbestleştirilmesi yönünde de benzer girişimlere gerek duyulmuştur. Bu çerçevede, 1947-48 arasında Uluslararası Ticaret Örgütü (ITO) adı verilen bir örgütün kurulmasını kararlaştırımıştır. ITO'nun temel görevinin ticarette gümrük tarifeleri ve kısıtlamalarının kaldırılarak, dünya ticaretinin serbestleştirilmesi olduğu belirtilmesine rağmen bunun, ülkelerin iç ekonomik politikalarına karışılmasına neden olacağı gerekçesiyle sanayileşmiş ülkelerin yasama organları tarafından sözleşme onaylanmamıştır[232]. Ancak dünya ticaretinin serbestleştirilmesi yönelik olarak ITO'nun kuruluşu yönünde görüşmeler sonuçlanmadan ülkeler birbirleriyle anlaşmışlar ve Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Antlaşmasını (GATT) geçici bir anlaşma olarak 1948 yılında faaliyete geçirmişlerdir.

GÜ arasında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ise 1950'li yılların sonlarına doğru başlamıştır. Bu ülkelerin çoğu cari işlemlere yönelik kambiyo denetimlerini bu yıllarda kaldırmışlardır[233]. Ancak ödemeler dengesinde sermaye hareketleri başlığı altında değerlendirilen sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ancak 1973 yılında Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra başlamıştır. İkinci savaş öncesi yabancı sermaye hareketleri daha çok PY yoluyla gerçekleşirken savaştan sonra DYY tekrar canlanmaya başlamıştır[234]. ABD, Avrupa'nın ekonomik olarak kalkındırması amacıyla yatırımlarını bu bölgeye yöneltmiştir[235]. Bu dönemde ABD kaynaklı DYY'in toplam dünya yatırımı içindeki payı yüzde 60'lara kadar ulaşmıştır. Bu gelişmenin altındaki en önemli etkenlerden biri 1950'li yıllardan sonra dünya ekonomisinde ÇUF'ların ekonomideki önem ve etkinliklerinin artması olmuştur.

ABD'nin öncülüğünde dünya ekonomisi 1970'lere kadar özellikle de Avrupa'ya önemli refah getirmiştir. Ancak 1970'lerin başlarında dünya ekonomisinin genişlemesi duraklamaya başlamış ve bu tarihten itibaren dünya ekonomisi bir ekonomik durgunluğa girmiştir[236]. Üretim kapasitesinin düşmesi, hammadde fiyatlarının artması gibi nedenler, GÜ'de kar oranlarının düşmesine neden olmuştur. Bunun sonucunda yatırımlar azalmaya başlamış, büyüme oranları düşmüştür.1973 yılında ortaya çıkan petrol krizi, savaştan sonra hızlı bir artış gösteren DYY'in yavaşlamasına neden

---

[232] Seyidoğlu, a.g.e, s.416.
[233] Asomedya, "Küreselleşme", **Ankara Sanayi Odası Yayını**, Ankara, Nisan 1999, s.31.
[234] Uzunoğlu, Alkin ve Gürlesel, a.g.e., s.36.
[235] Henry Kissenger, Diplomasi, Çev. İbrahim Kurt, **Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları**, Ankara, 1998, s.3.
[236] Immanuel Wallerstein, **Liberalizmden Sonra**, Çev.Erol Öz, Metis Yayınları, İstanbul, 1998, s.157.

olmuştur. Bunun nedenleri olarak petrol sektöründe faaliyette bulunan yabancı firmaların ulusallaştırılması ve GOÜ'de yabancı sermayeye karşı izlenilen olumsuz tutum gösterilebilir. Diğer taraftan fiyatların yüksek olması nedeni ile petrol üreten ülkelerin kısa dönemde yüksek miktarda gelir elde etmiş ancak kendi ülkelerinde etkin bir finans ve bankacılık sisteminin olmaması nedeniyle bu yolla elde edilen fazla paralar batılı ülkelerin bankacılık kesimine yönelmiştir. Petrol krizi sonrasında birikimli olarak yükselen petro dolar fonlarının uluslararası finans sistemine sokulması, GÜ'lerin faiz oranları düşerken GOÜ'in faiz oranlarının artması gibi nedenler sermaye hareketlerine neden olmuştur[237]. Batılı finans çevreleri, GOÜ'e verilen kredilerin kaynağını bu yolla elde etmişlerdir. Böylece 1970'lerin ikinci yarısından itibaren GÜ'deki yatırımcılar kriz ortamında düşen karlar nedeniyle, reel yatırımdan finansal kesime kaymış ve biriken fonlarını GOÜ'e yöneltmiştir.

1980'lerin başından itibaren GOÜ'in dış borç ödemelerinde sorunlar yaşamaya başlaması, bu ülkelerdeki kamu açıklarını büyütürken, makro dengelerin bozulmasına neden olmuştur. Böylece dünyada ekonomik durgunluk ile beraber uluslararası faizler artmıştır. GOÜ'de dış ticaret açıklarının artmasıyla yaşanan krizler daha da derinleşmiştir[238]. GOÜ, dış şokların etkisini azaltmak için dışardan borçlanmak yerine, dış kaynağın DYY ve PY şeklinde gelişmesini teşvik edici politikaları uygulamaya başlamışlardır. Bu durum ekonomi politikalarında köklü değişiklere yol açmıştır. Birçok ülke, sermaye finansmanı sağlanmasına yönelik olarak liberal politikalar uygulamaya başlamış ve devletin ekonomideki rolünü azaltmışlardır. Küreselleşmenin de etkisiyle yapısal bir uyum sürecine giren GOÜ, bu sürecin bir sonucu olarak makro ekonomik dengelerini, açık ekonominin gereklerine göre yeniden kurmaya başlamıştır. Ekonomilerin dışa açılması ile büyüyen ticaret hacmi GOÜ'in dış kaynağa daha fazla ihtiyaç duymasına neden olmuştur. GOÜ, ulusal kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirmiş, mali piyasalarını kurup geliştirmiştir. Bazı ülkelerde tüm kambiyo kontrolleri hızla kaldırılırken, bazılarında kontroller kademeli olarak ve zamana yayılarak kaldırılmıştır[239]. GOÜ'de bu yolla oluşan yeni piyasalar, sermaye girişi için cazip olanaklar sunarken, kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi sermaye giriş çıkışını kolaylaştırmıştır. Bu durum sermaye hareketlerinin hem hacminin hem de hızının

---

[237] Kaya, 1998, ss.48-49.

[238] Joseph E. Stiglitz, "Capital Market Liberalization, Economik Growth and Instability", **World Development**, Vol:6, No:28, 2000, ss.1076-1081.

[239] Bilgin Tiryakioğlu, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Uluslararası Düzenlemeler", Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye, **TCMB Yayınları**, Ankara, 2001, s.166.

artmasına neden olmuştur. GOÜ'in yatırımların finansmanı için yararlanmayı düşündükleri yabancı sermaye, her dönemde ve her ülkede sürdürülebilir bir süreç olmamış, bazı ülkelerde yatırımları finanse etmekten çok, ülkelerin mevcut koşullarını kullanarak spekülatif kazançlara dönüşmüştür. 1980'li yıllarda meydana gelen küresel gelişmelerle, uluslararası yatırımlar farklı bir boyut kazanmış ve ortaya çıkan yeni finansal araç ve türevi ürünler yatırımcılara sunulmuştur. Uluslararası yatırım yaparak risk çeşitlendirmesi yapmaya çalışan yatırımcılar, öncesine kıyasla daha çok seçenek ve imkana sahip olmuştur. 1970'lere kadar değişken faizli banka kredileri şeklinde gerçekleşen sermaye hareketleri 1980'li yıllarda, hisse senedi yatırımları olarak artış göstermiştir. Özetle bu dönemde GOÜ'in sermaye yetersizliği nedeniyle oluşan dış kaynak ihtiyacı, Avrupa ülkelerindeki teknik ve kurumsal gelişmelerin sermayenin hareket kabiliyetini artırması, OPEC üyesi ülkelerin cari işlemler hesabı fazlalarının GÜ'e yönelmesi ve uluslararası likiditenin yüksek olması, sermaye hareketlerinin hızlanmasına neden olmuştur. GÜ'de faiz oranlarının düşük GOÜ'de ise yüksek olması GOÜ'e yönelik sermaye hareketlerini artırmıştır. GOÜ'e sermaye girişi, ağırlıklı olarak GÜ'deki bankacılık kesiminden alınan borçlar yoluyla olmuştur.

Uluslararası sermaye hareketlerinde 1990'lı yıllarla beraber büyük yükselişler gerçekleşmiştir. Bu yükseliş uluslararası portföy çeşitlendirilmesine olanak sağlayan iki önemli gelişmeye bağlı olarak gerçekleşmiştir. Birincisi; 1990 sonrasında GOÜ'de yaşanan yapısal değişimlerin ve küresel faktörlerin sermaye hareketlerinin gelişindeki etkisidir. GOÜ, finansal piyasalarını, kambiyo rejimlerini ve sermaye hareketlerini serbestleştirmeye başlamış ve bu piyasaları yabancı yatırımcılara açarak uluslararası entegrasyona katılım derecelerini yükseltmişlerdir. İkinci olarak ise bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler dünya genelindeki yatırımların değerlendirilmesini ve izlenmesini daha kolay bir hale getirmiş ve biriken fonların dünya ölçeğinde hareketine imkan sağlamıştır. Teknolojide, özellikle iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmeler, yatırımlarla ilgili bilgi sağlamada kolaylıklar getirerek ve risk yönetiminde daha etkin finansal enstrümanların oluşumunu destekleyerek yabancı yatırımlar için sınır ötesi yatırımları kolaylaştırmıştır. Küreselleşmenin en önemli yansımalarının finansal piyasalarda gözlendiği 1990'lı yıllarda, sermaye hareketlerinin niteliği, kaynak ve kanalları değişim göstermiştir. Bu dönemdeki sermaye hareketleri daha çok arbitraj kazancı kovalayan, spekülatif nitelikli hareketlerdir. Bu nitelik değişimine paralel olarak bu dönemdeki sermaye hareketleri kısa vadeli, daha oynak ve hareketlidir. 1990'larda finansal piyasalardaki küreselleşme ve finansal sistemlerin liberalizasyonu sermaye

hareketlerinin resmi kanlardan özel kanallara kaymasına neden olmuştur. Finansal piyasaların birbirine entegre olmasıyla ülkeler resmi kanallardan doğrudan borçlanmak yerine uluslararası piyasalardan borçlanmayı tercih etmişlerdir. Bunun sonucunda, GOÜ'lerin uluslararası piyasalara girebilme olanakları genişlemiştir[240]. Finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu sonucunda arbitraj kazancı kovalayan sermayenin büyüklüğü, 1990'larda artan ölçüde GOÜ'de oluşan yeni piyasalara yönelirken, yapı olarak daha seçici, daha kısa vadeli, daha hareketli, daha tedirgin ve daha spekülatif bir niteliğe kavuşmuştur.

Yapılan çalışmalarda sermaye hareketlerinin sadece doğru makro iktisadi politikaları uygulayan birkaç ülkeye değil, yapıları ve iktisadi politikalarında son derece farklılık gösteren birçok ekonomiye aynı ölçüde ilgi gösterdikleri ortaya konmuştur. 1990'lı yıllarda ABD'de düşük seviyelere ulaşan kısa dönem faiz oranlarına karşın Latin Amerika ve Güney Doğu Asya'nın gelişmekte olan ekonomilerine görece daha yüksek faizli yatırım alternatifleri sunması bu ülkelere önemli oranda bir sermaye girişi neden olmuştur. Bu sermaye girişleri, ülkelerin büyüyen cari işlemler açığıklarını kapattığı gibi, döviz rezervlerinde de hızlı bir artışa neden olmuştur[241]. 2000'li yıllarla beraber bu kez ABD ekonomisinin cari açıklarının artması ve GÜ'in teknolojileri ile üretim ve yatırımlarını GOÜ'e kaydırmaları sonucu küresel sermaye bir taraftan GOÜ yönelirken diğer taraftan da başta ABD olmak üzere GÜ'e yönelmiştir. Finansal sistem kaynaklarının küreselleşme sürecinde küresel finansal sistemce değerlendirilme imkanına açık olması sermaye hareketlerinin 2000'li yıllarda daha da hızlanmasına zemin hazırlamıştır. 2008 yılı sonu itibari ile dünya tahvil, bono ve benzeri türev ürünlerin parasal değeri yine dünyada üretilen mal ve hizmetlerin parasal değerinin iki katından fazladır. Bu aynı zamanda dünyanın bir yıllık gelirinin iki katından fazla borçlu olduğunun kaba bir göstergesidir. Risk algılaması nedeniyle GÜ'dekine oranla GOÜ'deki döviz rezervlerinin fazlalığı ise dikkat çekici miktarlara ulaşmıştır.

[240] Berksoy ve Saltoğlu, a.g.e., 1998, s.75.
[241] Calvo, Leiderman ve Reinhart, a.g.e., 1993, ss.72-141

Tablo 3.1: Küresel Sermaye Piyasalarının Özeti (Milyar $)

	GSYİH	Döviz Rezervi	Banka Aktifleri	Tahvil, Bono vs.
DÜNYA	**60.918**	**6.788**	**97.381**	**214.424**
AB	17.037	278	46.802	83.202
ABD	14.441	67	13.397	56.392
JAPONYA	4.911	1.009	10.027	24.714
GELİŞEN ÜLKELER	20.606	4.287	18.020	34.394

Kaynak: IMF, **Global Financial Stability Report,** October, 2009, s.183. Tabloyu 2007 rakamları ile Aktaran: Mahfi Eğilmez, **Küresel Finansal Kriz:** Piyasa Sisteminin Eleştirisi, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2009, s.45.

3.1.2.Sermaye Hareketlerinin Hacmi ve Dağılımı

ABD'de ve Avrupa'da sanayi devriminden sonra kitle üretimine geçilmesi büyük pazarlara duyulan ihtiyacı artırmış ve 19'uncu yüzyılın sonlarında yabancı yatırımlar gerçekleşmeye başlamıştır. 1914 yılında dünyadaki toplam yabancı sermaye yatırım stokunun 14,3 milyar dolar olduğu tahmin edilmektedir. Bu yatırımlarda en büyük pay 8,2 milyar dolar ile İngiltere'nin olmuştur. ABD ise 2,6 milyar dolar ile İngiltere'nin ardından ikinci durumdadır. ABD 'nin payı küçük görünse de, bu rakam ABD milli gelirinin %7'si kadardır ve ABD bu oranı ancak 1966'dan sonra geçebilmiştir[242]. Bu dönemdeki yabancı sermaye yatırımları çoğunlukla satış ağırlıklı firmaların kurulması yoluyla gerçekleşmiştir. Birinci ve ikincinci savaş dönemlerinde ise yabancı sermaye yatırımlarında önemli azalmalar olmuştur.

İkinci savaş sonrasında ABD kaynaklı yabancı sermaye yatırımlarında önemli artışlar ortaya çıkmıştır. 1960 yılında ABD'nin yabancı sermaye yatırımlarındaki payı yüzde 56'ya ulaşmıştır. Avrupa'nın payı ise savaşın getirdiği olumsuz sonuçlardan dolayı önemli ölçüde azalmıştır. 1960 yılından sonra yabancı sermaye yatırım stokunda önemli artışlar gerçekleşmiştir. Bunun nedeni olarak dünyada hızlı sanayileşmeye yönelik politikaların yoğunluk kazanması ile ÇUF'ların yeni pazarlar araması ve birbirleri ile rekabeti gösterilebilir. GOÜ'e yönelik yatırımlarının toplam yabancı sermaye yatırım stokundaki payı bu dönem içinde ortalama %30 olmuştur[243]. Bu yatırımların yaklaşık yarısı imalat sanayinde diğer yarısı da hizmetler ve hammadde alanlarında gerçekleşmiştir.

---

[242] Paul Hirst ve Grahame Thompson, **Küreselleşme Sorgulanıyor**, Çev.Çağla Erdem ve Elif Yücel, Dost Kitabevi Yayınları, Ankara, 2000, s.46.

[243] Halil Seyidoğlu, a.g.e., 2001, s.594.

1970'lerde yaşanan petrol krizini ve GOÜ'in yaşadığı borç krizinin yaşandığı 1970 sonrası ile 1980 öncesi dönemde yine ABD yabancı sermaye yatırımlarında en yüksek paya sahiptir. Bu dönemde yabancı sermaye yatırım hacminde bir artışı ortaya çıktığı görülse de bu artış hızı önceki döneme göre düşük kalmış ancak 1979-1981 yıllarında ikinci petrol krizi sonrası Orta Doğu ülkelerine yapılan yabancı sermaye yatırım miktarında büyük artışlar meydana gelmiştir. Yabancı sermaye yatırımını gerçekleştiren ülkelerin başında ise Hollanda, İngiltere ve ABD gibi ülkeler gelmektedir[244]. 1980 sonrası dönemde ABD, en çok yabancı sermaye yatırımı çeken ülke olmuştur. 1980-1990 döneminde dünyada gerçekleştirilen DYY'ın yaklaşık yarısını bu ülke çekmiştir. 1980'lerin ilk yarısında GOÜ'in içine düştüğü borç sorunu ve petrol fiyatlarındaki düşüşler, GOÜ'e yönelik yabancı yatırımlar üzerinde olumsuz etkilere neden olmuş ancak bu şokların atlatılması ile birlikte özellikle GOÜ'e yönelik satın alma ve birleşme türünden DYY'da artışlar ortaya çıkmıştır[245]. Bu dönemde GOÜ içinde Çin, DYY'ın girdiği ülkeler arasında ön plana çıkmaya başlamıştır. Sovyetler Birliğinin dağılması ile ekonomileri dönüşüm sürecine girmiş ve 1990 sonrası dönemde ekonomisine yönelik reformları başlatmaları ile birlikte oluşan yeni piyasalarda yatırım yapma imkanları artmıştır.

Böylece ekonominin küreselleşmesinin sonuçları olarak finansal ve dış ticaretin serbestleşmesi 1980'li yıllardan itibaren giderek hızlanmış ve 1990'ların başında birçok ülke ekonomisini etkiler hale gelmiştir. Bu finansal ve dış ticaretin serbest olduğu ortamda küresel sermaye hareketleri hem bir bütün olarak yüksek hacimlere ulaşmış hem de GOÜ'de yaşanan deregülasyonlar ile yeni imkanlara kavuşarak dağılım göstermeye başlamıştır. Son dönemde dünya ekonomisin önemli kabullerinden biri sermayenin uluslararası nitelik kazanması ve onun kar amacıyla sınır tanımaksızın ülkelerarasında serbestçe dolaşabilmesidir. 1980 sonrası dış ticaretin serbestleşme ve yaşanan finansal deregülasyonlar sonucu ekonomiye müdahalelerin sınırlandırılmasının bu ortamın oluşmasına yardımcı olduğu söylenebilir. Böylece uluslararası sermaye GOÜ'de yaşanan gelişmeler ile daha serbest hareket ortamı bulabilmiştir.

---

[244] Elhanan Helpman, "A Simple Theory of International Trade with Multinational Corporations", **Journal of Political Economy**, Vol. 92, 1984, s.461.

[245] Neşe Kumral, "Doğrudan Dış Yatırımlar ve Bölgesel Kalkınma: Ege Bölgesi İmalat Sanayi Örneği", **Ege Üniversitesi İİBF Yayınları**, No:2, İzmir, 2001, s.9.

Bu ortamda 1990'li yıllar da hacim olarak artış göstermeye başlayan küresel sermaye hareketleri, bu artışını kesintisiz 1998 yılına kadar sürdürmüştür. 1990'ların başında yaklaşık 519 milyar dolar olan küresel sermayenin hacmi 1997 yılı sonunda 3,4 trilyon dolara ulaşmıştır. Ancak 1998 yılında yaklaşık 1,4 trilyon dolara ulaşmıştır. 1999 yılı ile beraber tekrardan artış trendine giren küresel sermayenin hacmi 2002 yılında bir miktar düşüş gösterse de 2008 yılına kadar sürdürmüştür. 1999 yılında yaklaşık 3,7 trilyon dolar hacmi ulaşan kuresel sermaye 2001 yılında 4,3 trilyon dolara 2002 yılında ise 1 trilyon dolar düşüşle 3,3 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılında 5,3 trilyon dolar olarak gerçekleşen küresel sermaye hacmi 2004 yılı ile yaklaşık yılda ortalama bir trilyon dolar artarak 2007 yılında 2004 yılına göre yaklaşık 3,5 kat artarak 18 trilyon dolara ulaşmıştır. Küresel sermayenin bu hacmi, giriş ve çıkış toplamı olarak, 2007 dünya üretiminin yaklaşık beşte ikisine yakındır. 2008 yılında ise hızla düşen küresel sermaye hacmi yılı yaklaşık 2,6 trilyon dolar ile kapatmıştır.

Tablo 3.2: Küresel Sermaye Hareketleri ve Ülke Gelişmişlik Seviyesi ile Türlerine Göre Dağılımı (Milyar $)

	1990-95	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Küresel Sermaye* (Net)	**99**	**97**	**85**	**99**	**103**	**112**	**221**	**185**	**31**	**139**	**277**	**235**	**272**	**193**	**12**	**105**	**57**	**-49**	**162**
Giriş		308	389	690	595	1059	1323	1785	754	1932	3251	2295	1772	2757	4454	5292	6725	9018	1428
Çıkış		-211	-304	-591	-492	-947	-1102	-1600	-723	-1793	-2974	-2060	-1500	-2564	-4442	-5187	-6668	-9067	-1266
DYY		47	-8	-4	5	8	76	93	98	-28	148	54	38	-15	-212	86	37	-227	-123
PY		64	19	-80	254	142	253	245	31	289	285	194	378	474	699	614	900	1354	1512
Diğer		85	124	277	-64	150	31	-61	-63	38	25	145	96	57	168	-21	-96	32	-507
Gelişmiş Ülkeler (Net)	**9**	**15**	**11**	**-9**	**25**	**3**	**108**	**86**	**-22**	**167**	**444**	**300**	**402**	**446**	**398**	**603**	**841**	**860**	**808**
Giriş		213	229	534	454	833	1073	1309	652	1701	2940	2108	1586	2337	3839	4534	5551	7043	704
Çıkış (Rezerv dahil)		-198	-218	-543	-429	-830	-965	-1223	-674	-1534	-2496	-1808	-1184	-1891	-3441	-3931	-4710	-6183	104
DYY		15	-44	-58	-76	-90	-39	-56	-45	-185	37	-122	-102	-176	-358	-143	-165	-428	-548
PY		36	-23	-168	141	99	159	210	3	225	294	288	476	512	731	665	1082	1390	1682
Diğer		17	69	247	-18	63	23	-65	27	187	155	159	78	73	166	69	-44	-154	-283
ABD		46	96	81	130	113	172	219	67	238	477	400	500	534	532	700	809	768	534
Kanada		17	11	18	5	-4	-15	6	0	-12	-18	-13	-14	-14	-29	-27	-18	-20	-13
Japonya		-58	-98	-129	-110	-112	-56	-122	-110	-113	-123	-90	-112	-120	-141	-139	-136	-226	-228
İngiltere		10	2	21	0	6	7	-17	21	43	32	27	36	46	49	38	63	100	6
EURO Bölgesi										11	76	-24	-8	0	-13	31	123	238	509
Yükselen Piyasalar (Net)	**90**	**82**	**74**	**108**	**78**	**109**	**113**	**99**	**53**	**-28**	**-167**	**-65**	**-130**	**-253**	**-386**	**-498**	**-784**	**-909**	**-646**
Giriş		95	160	156	141	226	250	476	102	231	311	187	186	420	615	758	1174	1975	724
Çıkış (Rezerv Dahil)		-13	-86	-48	-63	-117	-137	-377	-49	-259	-478	-252	-316	-673	-1001	-1256	-1958	-2884	-1370
Çıkış (Rezerv Hariç)		33	-27	16	6	0	-28	-287	-21	-159	-338	-119	-125	-312	-499	-670	-1206	-1625	-693
DYY		32	36	54	81	98	115	149	143	157	111	176	140	161	146	229	202	201	425
PY		28	42	88	113	43	94	35	28	64	-9	-94	-98	-38	-32	-51	-182	-36	-170
Diğer		68	55	30	-46	87	8	4	-90	-149	-130	-14	18	-16	2	-90	-52	186	-224
Rezerv Varlıklar		-46	-59	-64	-69	-119	-109	-90	-28	-100	-140	-133	-191	-361	-502	-586	-752	-1258	-677
Rezerv Hariç (Net)		128	133	172	147	226	222	189	81	72	-27	68	61	108	116	88	-32	350	31

Not: Kaynak kuruluş tarafından Rezerv Varlıkları (Rezerv Assets) küresel sermaye çıkışlarında verilmiş girişlerinde ise belirtilmediğinden taloya dahil edilememiştir. Sermaye çıkışlarında Gelişmiş Ülke rezerv varlık çıkışları düşük hacimlerde olduğundan tabloda verilmemiştir. Ancak Yükselen piyasalarda rezerv varlık çıkışları son dönemde önemli miktarlara ulaştığından tablo'da verilmiştir. Ülke Gruplarına göre WEO Database'den ulaşılabilen Yükselen Piyasalara yönelik DYY; PY, ile Diğer Yatırımları gösteren sermaye hareketleri ise GOÜ'e (Yükselen Piyasalara) yönelik sermaye hareketleri başlığı altında ayrıca verilmiştir.

* Küresel Sermaye Hareketleri Doğruda Yabancı Yatırımlar (DYY), Portföy Yatırımları (PY) ve Diğer Yatırımlardan oluşmaktadır. Diğer Yatırımlar ise Banka Kredileri ve Mevdutlarını içermektedir.

Kaynak: IMF, Word Economic and Financial Surveys, **Global Financal Stability Report** (GFSR), March 2003, ss.118-119. April 2009, ss.174-175 ve October 2009, ss.180-181. erişim:http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2003/01/pdf/appendix.pdf (12.11.2008); 2008 yılı verileri için erişim: http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/02/pdf/text.pdf;www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/02/sa/sa_table.csv (17.12.2009)

Tablo:3.2'den izlenebileceği gibi 1990'ların ilk yarısında yaklaşık 100 milyar dolar olarak gerçekleşen net küresel sermaye hareketleri 1996 yılında 221 milyar dolara ulaştıktan sonra 1999 yılına kadar düşerek 1998 yılında 31 milyar dolar olmuştur. 1999 yılında 139 milyar dolara ulaşan net kresel sermaye 2000 yılında en yüksek seviyesi olan 277 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılını ise bir miktar düşüş ile 235 milyar dolardan kapatmıştır. 2002 yılında tekrar artarak 272 milyar dolara ulaşmıştır. 2003 yılından 2008 yılına kadar düşüş trendine giren net küresel sermaye 2004, 2005 ve 2006 yıllarında sırasıyla 12, 105 ve 57 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan ilginçtir ki en yüksek hacmin gerçekleştiği 2007 yılında net küresel sermaye (-49) milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ancak 2008 yılında yaşanan yüksek oranlı küresel sermaye hacim düşüşüne rağmen net küresel sermaye 162 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılında gerçekleşen bu miktar 2003 yılında 193 milyar dolarlık net küresel sermayeden sonra gerçekleşmiş en yüksek miktardır.

Küresel sermaye hacmi ülke gelişmişlik durumuna göre paylarına bakıldığında GÜ'in payı dönem itibari ile zaman zaman farklılık gösterse de GOÜ'in payının yaklaşık 4 katı civarında ve kendi ülke grubu arasında gerçekleşen sermaye hareketlerinden oluştuğu görülmektedir. Bu durum endüstrilerarası ticaret veya kar transferi açısından uyumludur. Diğer taraftan GOÜ'de 1990 yılının başından 1999 yılına kadar rezerv varlıkları içeren net küresel sermaye ortalama yıllık 100 milyar dolara yakın olarak gerçekleşmiş ancak 1999 yılından sonra GOÜ'in giderek artan net küresel sermaye ihratcatcısı oduğu görülmektedir. Ayrıca rezerv hareketlerini de içinde barındıran GÜ net küresel sermaye hareketleri içinde dikkate değer olan ABD ve son dönemde Euro bölgesi ile İngilterenin ağırlıklı olarak artan pozitif Japonya'nın ise negatif değerler almasıdır. 2007 ve 2008 yılı sonu itibarıyla küresel krize rağmen ABD'ye yönelik net küresel sermaye sırasıyla 768 ile 534 milyar dolar olarak gerekleşmiştir. Net küresel sermaye aynı yıllarda sırasıyla Euro bölgeside 238 ile 509, İngitere'de 100 ile 6, Japonya ekonomisinde ise (-226) ile (-228) milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Ülke gelişmişlk seviyelerine göre küresel sermaye hareketlerinin net DYY izlendiğinde GÜ'in 1990'ların başından itibaren giderek artan bir DYY ihracatcısı GOÜ'in ise tam tersi ithalatcısı olduğu görülmektedir. Ancak 2007 ve 2008 yıllarında küresel net DYY'ın sırasıyla negatif olarak (-227) ve (-123) milyar dolar değerleri aldığı görülmektedir. Diğer taraftan 1990'ların başında küresel DYY girişlerinde önemli

artışlar olmamış ancak 1996 yılından sonra artışlar hızlanmış ve 1995 yılında 177 milyar dolar olan küresel DYY girişleri 2000 yılında yaklaşık 1,2 trilyon dolara ulaşmıştır. 2001 yılında 683 milyar dolar olarak gerçekleşerek bir önceki yıla göre ani bir düşüş göstermiştir. 2001 yılı ile düşüş trendine giren küresel DYY girişleri bu trendini 2004 yılına kadar sürdürmüş ve 2004 yılında 607 milyar dolara ulaşabilmiştıir. 2004 yılından sonra küresel DYY giriş ve çıkış miktarları yükselişe geçmiştir. 2004 yılına kadar zayıf bir grafiğe sahip olan yurtdışı birleşme ve satın almalar (Cross-Border Mergers and Acquisitions-M&A) yabancı sermaye yatırımları ile ilgili ülke mevzuatlarının daha liberal hale gelmeye başlaması ile hem küresel sermayenin tür değiştirerek yükselişe geçmesine hem de yatırımlardan yararlanan ülke firmaların uluslararasılık dereceleri (transnationality index) artmaya başlamasına neden olmuştur. 2005 yılında 883 milyar dolar olarak gerçekleşen küresel DYY girişleri 2006 ve 2007 yıllarında artış trendini sürdürerek sırasıyla 1,7 ile 1,5 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılında ise bir miktar düşüşle yılı 1,3 trilyon dolar olarak kapatmıştır.

Dönem boyunca gerçekleşen net küresel PY ise Tablo 3.2'de verildiği gibi kriz dönemlerinde bir önceki yıla göre dikkati çeken düşüşler gösterse de son dönemde hızlanarak artmış ve 2008 yılında yaşanan küresel krize rağmen 1,5 trilyon doların üzerinde gerçekleşmiştir. GÜ'in küresel net PY'daki payının ise GOÜ'ler ile karşılaştırıldığında yüksek miktarlarda olduğu izlenmektedir. GÜ'deki net PY net küresel PY'na paralel olarak iniş çıkışlar gösterse de 2006 yılında 1 trlyon doların üzerinde, 2007 ve 2008 yılında ise sırasıyla yaklaşık 1,4 ile 1,7 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Ancak 2008 yılında yaşanan küresel krize rağmen daha önceki bölgesel krizlerde yaşanan düşüşleri veya aldığı negatif değerleri ne 2008 yılı öncesinde ne de 2008 yılında göstermemiştir. GOÜ'de ise net PY 1990 yılında 2000 yılına kadar pozif yönlü ancak GÜ'e göre düşük hacimli olarak gerçekeşirken 2000 yılından 2008 yılı sonuna kadar hep negatif yönlü olarak gerçekleşmiş ve 2008 yılını Global Financal Stability Report Kasım 2009 verilerine göre (-170) milyar dolardan kapatmıştır.

Hacim olarak yüksek boyutlara ulaşan net küresel sermayeye bir bütün olarak ülke gelişmişlik ve sermaye hareketi türü ayrımı yapmadan bakıldığında kriz dönemleri ve 2000 yılı sonrasında düştüğü hata 2007 yılında negatif değer aldığı görülmektedir. Ancak 2008 krizinde öncesinden farkı olarak azalmamış üstüne üstlük yüksek oranda

artmıştır. Bu durum küresel sermayenin volalitesinin yüksek boyutlara ulaştığının ve rezerv hareketlerini içermiş olsa da küresel sermaye hareketlerinin tür ayrımı olamaksızın kısa dönemde yüksek reel getiri elde etmek amaçlı hareket ettiği şeklinde yorumlanabilir. Küresel sermaye hareketlerinin yüksek boyutlardaki hacminin büyük bir kısmının GÜ içersinde gerçekleşmesi tasarruf açığı olan GOÜ açısıdan küresel sermaye hareketlerinin türlerini anlamsız kılmamaktadır. Yine de 2008 yılı hariç kriz dönemlerinde GOÜ'de küresel sermaye hareketlerinin PY türünden olanının kriz derinleştirici ekonomik etkileri olmuştur.

3.1.3.Sermaye Hareketlerinin Reel Ekonomi ve Dış Dengeye Etkisi

Birçok ülkede yaşanan finansal serbestleştirme süreçleri, telekominikasyon teknolojileri ve ulaşım alanlarında kaydedilen gelişmelere küresel sermaye hareketlerinin üretilen mal ve mizmetler ile dış ticretin üstünde hacimlere ulaşması, uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik etkilerinini tartışılır hale getirmiştir. Yabancı sermayenin yeni finansman imkanları ile ülke yatırım ve üretimini arttırması nedeniyle bu tartışmaların odak noktası genel olarak yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerine etkisinde yoğunlaşmıştır.

Ödemeler dengesinin sağlanması için cari açığın finansmanında önemli bir kaynak olan yabancı sermayenin sahip olduğu yeni kanallar ile ülke ekonomileri dış şoklara açık olmaları nedeniyle olumsuz etkilenebilmektedir. Ancak sermaye hareketlerinin ödemeler dengesinin sağlanmasına yönelik etkisi kadar dış ticaretin kompozisyonuna ve dolaylı olarak cari denge yoluyla dış ekonomik dengeye yönelik makroekonomik istikrarsızlık yaratıcı reel ekonomik etki dinamiklerinin dikkate alınması da önemlidir.

Küresel sermayenin hareketlerinin gelişimi ve ulaştığı boyutlar ile ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin yanı sıra reel ekonomik etkisi bir çeşit sermaye hareketlerinin kaynağını da gösteren ülke gelişmişlik durumuna göre dış ticaret ve dış ekonomik dengeye yönelik etkisini de içermektedir. Bu nedenle ülke gruplarına göre dünya üretimi ile ticaret ve cari denge değerleri bir bütün olarak alt başlıklar da değerlendirilmek üzere Tablo:3.3'de verilmiştir.

Tablo 3.3: Gelişmişlik Seviyesine Göre Dünya Üretimi ile Ticaret Hacmi/Haddi ve Cari Denge (%)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*
DÜNYA ÜRETİMİ	**3,7**	**3,0**	**1,5**	**2,0**	**2,0**	**3,4**	**3,3**	**3,7**	**4,0**	**2,6**	**3,6**	**4,8**	**2,3**	**2,9**	**3,6**	**4,9**	**4,5**	**5,1**	**5,2**	**3,0**	**-1,1**
Gelişmiş Ülkeler	**4,0**	**3,1**	**1,3**	**2,1**	**1,5**	**3,4**	**2,9**	**3,0**	**3,4**	**2,6**	**3,6**	**4,1**	**1,4**	**1,7**	**1,9**	**3,2**	**2,6**	**3,0**	**2,7**	**0,6**	**-3,4**
ABD	3,6	1,9	-0,2	3,4	2,9	4,1	2,5	3,7	4,5	4,4	4,8	4,1	1,1	1,8	2,5	3,6	3,1	2,7	2,1	0,4	-2,7
AVRO Bölgesi	0,0	0,0	0,0	1,4	-0,8	2,5	2,6	1,6	2,6	2,8	2,9	3,9	1,9	0,9	0,8	2,2	1,7	2,9	2,7	0,7	-4,2
AB	3,5	2,4	0,8	0,7	-0,3	2,9	3,0	2,0	2,7	3,0	3,0	4,0	2,1	1,4	1,5	2,7	2,2	3,4	3,1	1,0	-4,2
G7	3,8	2,9	1,1	2,1	1,4	3,1	2,4	2,7	3,2	2,7	3,3	3,8	1,2	1,3	1,8	2,9	2,3	2,6	2,2	0,3	-3,6
Yeni End. Asya	6,8	7,4	8,1	6,5	6,8	8,1	7,4	6,5	5,6	-2,7	7,3	7,7	1,2	5,6	3,1	5,9	4,7	5,6	5,7	1,5	-2,4
Diğer Gelişmiş Ülkeler	4,6	4,0	2,6	3,4	3,9	6,0	5,5	4,8	4,2	0,5	5,1	5,8	1,4	3,9	2,5	4,8	4,0	4,6	4,7	1,6	-2,1
Gelişmekte Olan Ülkeler	**3,3**	**2,8**	**1,7**	**1,8**	**3,1**	**3,3**	**4,0**	**5,1**	**5,0**	**2,5**	**3,5**	**6,0**	**3,8**	**4,8**	**6,2**	**7,5**	**7,1**	**7,9**	**8,3**	**6,0**	**1,7**
Afrika	3,4	2,7	0,7	-0,9	0,5	2,4	2,8	5,8	3,3	3,2	2,7	3,4	4,9	6,5	5,4	6,7	5,7	6,1	6,3	5,2	1,7
Orta ve Doğu Avrupa	0,5	-0,8	-6,4	-1,0	2,9	0,0	6,0	5,1	5,0	3,2	0,3	5,3	0,2	4,4	4,8	7,3	6,0	6,6	5,5	3,0	-5,0
Bağımsız Devletler Top	2,8	1,4	-6,3	-13,6	-9,7	-14,1	-5,5	-3,7	1,4	-3,6	5,4	9,1	6,1	5,2	7,8	8,2	6,7	8,4	8,6	5,5	-6,7
Gelişen Asya	6,0	5,4	6,1	8,9	9,0	9,3	8,9	8,4	6,4	3,5	6,3	7,0	5,8	6,9	8,2	8,6	9,0	9,8	10,6	7,6	6,2
Orta Doğu	3,8	8,0	7,9	5,8	2,2	2,3	2,2	4,7	4,1	3,7	1,7	5,4	2,5	3,8	6,9	5,9	5,5	5,8	6,2	5,4	2,0
Latin Amerika	1,5	0,6	3,9	3,4	3,9	4,9	1,3	3,4	5,3	2,3	0,4	4,2	0,7	0,6	2,2	6,0	4,7	5,7	5,7	4,2	-2,5
DÜNYA TİC. HACMİ	**8,1**	**6,3**	**4,4**	**4,7**	**3,7**	**9,1**	**9,6**	**7,1**	**10,3**	**4,5**	**6,0**	**12,3**	**0,2**	**3,6**	**5,5**	**10,7**	**7,8**	**9,1**	**7,3**	**3,0**	**-11,9**
İthalat																					
Gelişmiş Ülkeler	8,8	6,0	2,8	5,0	1,4	9,9	9,2	6,7	9,3	6,2	8,0	12,0	-0,4	2,7	4,2	9,2	6,5	7,6	4,7	0,5	-13,7
Gelişmekte Olan Ülkeler	7,8	5,5	8,5	1,6	9,5	5,7	11,7	10,3	10,8	-0,5	1,3	13,7	2,8	6,4	10,3	15,9	12,2	12,4	13,8	9,4	-9,5
İhracat																					
Gelişmiş Ülkeler	8,1	7,1	4,7	5,2	3,6	9,0	9,0	6,3	10,6	4,3	5,6	11,6	-0,4	2,4	3,4	9,1	6,1	8,6	6,3	1,9	-13,6
Gelişmekte Olan Ülkeler	5,1	5,5	6,4	4,1	8,1	10,3	11,4	9,0	11,9	4,5	4,6	14,7	2,2	7,2	11,0	14,8	11,7	11,0	9,8	4,6	-7,2
Ticaret Haddi																					
Gelişmiş Ülkeler	-0,4	-1,2	-0,5	0,6	0,5	0,2	-0,1	-0,1	-0,6	1,4	-0,2	-2,2	0,4	0,9	1,0	-0,2	-1,4	-1,1	0,3	-1,8	2,0
Gelişmekte Olan Ülkeler	3,8	0,8	-3,1	-4,5	-2,1	0,3	1,1	3,5	-1,3	-6,5	4,4	5,5	-2,4	0,3	0,8	2,4	5,3	3,6	0,7	4,1	-6,3
CARİ DENGE (Milyar$)	-102	-125	-133	-117	-66	-65	-57	-45	0	-84	-123	-177	-175	-139	-70	4	40	201	299	191	94
Gelişmiş Ülkeler	-63	-92	-37	-35	55	14	35	24	70	23	-107	-270	-223	-219	-219	-220	-409	-459	-365	-533	-262
Gelişmekte Olan Ülkeler	-39	-33	-96	-82	-121	-80	-92	-69	-70	-106	-16	93	48	81	150	224	448	660	664	725	356
CARİ DENGE (GSYİH %)																					
Gelişmiş Ülkeler	-0,4	-0,5	-0,2	-0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	-0,4	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-1,2	-1,3	-0,9	-1,3	-0,7
Gelişmekte Olan Ülkeler	-0,8	-0,6	-1,9	-2,1	-2,7	-1,7	-1,7	-1,1	-1,1	-1,8	-0,3	1,4	0,7	1,2	2,0	2,5	4,2	5,2	4,3	3,9	2,0

* Tahmin

Kaynak: IMF, **World Economic Outlook Database**, October 2009. erişim:http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/weoreptc.aspx?sy=1989&ey=2014&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=001%2C110%2C163%2C119%2C203%2C123%2C998%2C200%2C605%2C603%2C904%2C901%2C505%2C511%2C405%2C205&s=NGDP_RPCH%2CNGDP_RPCHMK%2CNGDPD%2CT (27.12.2009)

3.1.3.1.Sermaye Hareketleri ve Üretim

Ekonominin büyümesi üretiminin reel olarak artması anlamındadır ve üretim faktörlerinin miktarı veya verimliliğinin bir fonsiyonu olarak ifade edilirse bunlara bağlı olarak artış ve azalış gösterir. Ülke, bölge ve ülke grupları arasındaki gelişmişlik ve büyüme farklılığının sebeplerini de bu faktörlerin etkisinde aramak gerekmektedir[246]. Bu çerçevede üretim üzerine etki eden faktörlerden birinin de hareket halindeki küresel sermaye olması gerekmektedir. Bu nedenle kürese sermaye hareketleri ile bir bütün olarak ve ülke gelişmişik seviyelerine göre dünya üretimi ilişkilendirilebilir.

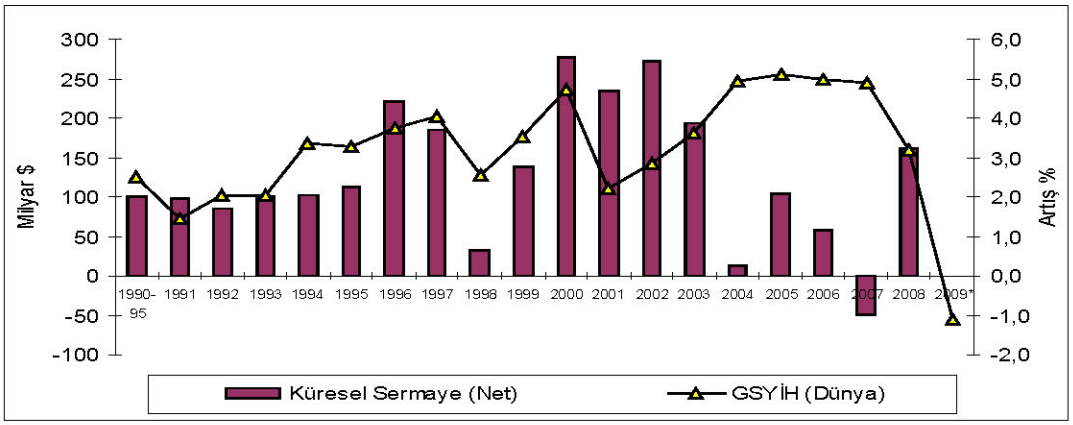
1990'ların ortasına kadar olan ilk periyotda, 1994 krizini kapsayan, dünya üretim artışı yıllık ortalama %2,7 civarında gerçekleşmiştir. Bu artışta birbirine yakın olmakla beraber GOÜ'lerin dünya üretimdeki ağırlığı GÜ'den fazladır. Bu periyotda GÜ üretim artışı yılık ortalama %2,6 iken GOÜ'de bu artış %2,9 olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılına kadar ilk periyodu da içine alan dönemde ise, bu sefer yayılma etkili Asya krizi dahildir, dünya üretim artışı çok az bir artışla yıllık ortalama %3,0 değer almışken yine dünya üretim artışında GOÜ'in ağırlığı GÜ'den fazla olmuştur. Ancak bu dönemde GÜ'de ortalama yılık üretim artışı bir öceki periyotdan bir miktar fazla %2,8 olarak gerçekleşmişken bu artış GOÜ'de ise %3,3 olmuştur. 2000 yılında ise GÜ'deki üretim artışının da etkisi ile dünya üretim artışı %4,8 olarak gerçekleşirken GOÜ'de üretim artışı %6,0 ve GÜ'de %4,1 olmuştur. 2001, 2002 ve 2003 yıllarında ise dünya üretim artışları 2000 yılındaki artış oranının altında seyretmiş ve sırasıyla %2,3, %2,9 ve %3,6 oranlarında gerçekleşmiştir. Bu yıllarda GÜ ve GOÜ ülkelerin üretim artışları daralmış ancak GOÜ'deki daralma GÜ'e nazaran daha düşük seviyede gerçekleşmiştir. 2004 ve 2007 yılları arasında dünya üretim artışı ise yıllık ortalama %5,2 civarında gerçekleşmişken kriz ile 2008 yılında %3,0 olmuştur. 2009 yılında ise krizin etkisinin devamının bir göstergesi olarak dünya üretiminin %-1,1 olarak gerçekleşmesi tahmin edilmektedir. 2000 yılı sonrası GÜ üretim artışı yaklaşık 2000 yılı öncesi yıllık ortalamasında seyrederken GOÜ'deki yıllık üretim artışı 2000 yılı öncesinin iki katının üzerinde yaklaşık yıllık ortalama %7,5'in üzerinde gerçekleşmiştir. 2008 yılında ise krize rağmen GOÜ'ler %6,0 oranında üretim artışı gerçekleştirmişken bu oran GÜ için %0,6 olarak gerçekleşmiştir. Yıllık üretim artışları, 2009 yılı üretim artış tahminleri ile beraber GÜ ve GOÜ alt grup ayrımlarına göre Tablo:3.3'de verilmiştir.

---

[246] Robert E. Lipsey ve Merle Y. Weiss, "Foreign Production and Exports in Manufacturing Industries", **Review of Economics and Statistics**, Vol.63, 1984, s.490.

Küresel sermayenin üretim bu üretim artışları ile korelasyonu incelendiğinde 2003 yılı ve öncesi için net küresel sermaye ile dünya üretim artışı arasında az da olsa pozitif yönlü bir korelasyon olduğu söylenebilirken 2003 yılı sonrası için bu tür korelasyondan bahsedebilmek mümkün olmamaktır. Aksine küresel sermaye hareketlerinin 2009 yılı değerleri henüz yayınlanmamış olsa da 2009 yılı için -1,1 olarak tahmin edilen üretim artışı dikkate alındığında, 2008 yılı ile beraber sermaye hareketleri ile dünya üretimi arasında ters yönlü bir korelasyonun oluşmaya başladığı söylenebilir.

Grafik 3.1: Finansal Serbestleşme Sonrası Küresel Sermaye ve Üretim

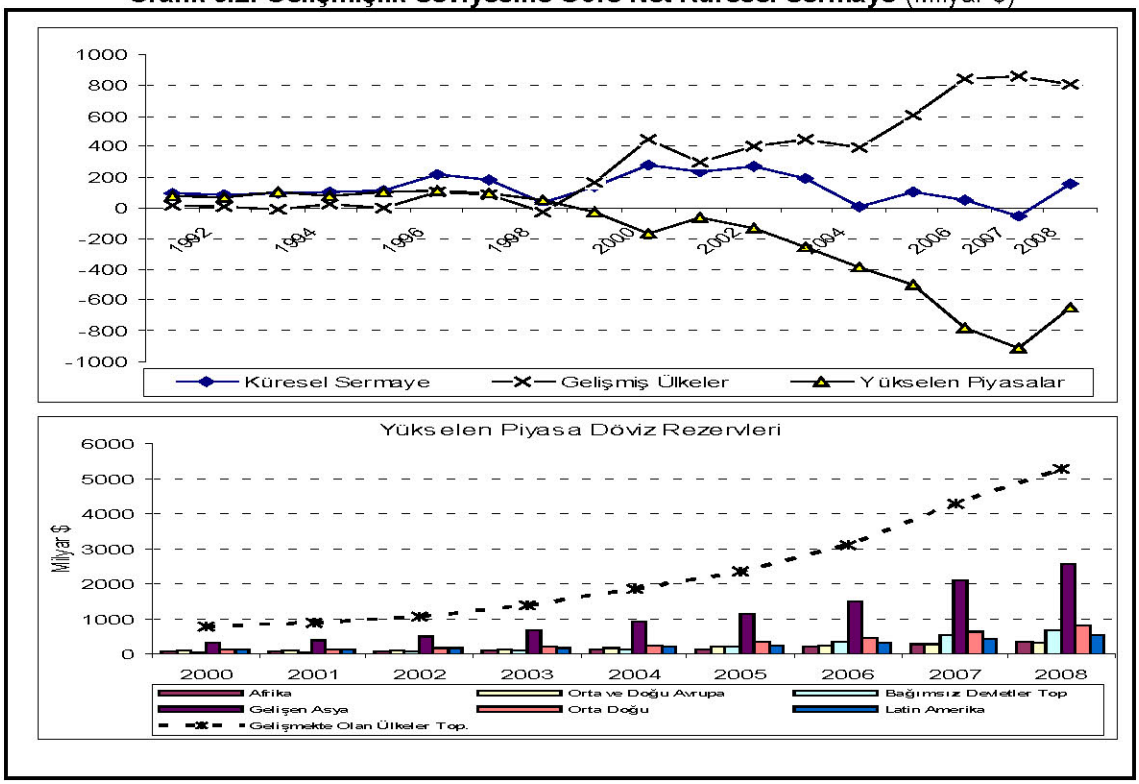


Kaynak: IMF, **Global Financal Stability Report**, March 2003, ss.118-119; April 2009, ss.174-175; October 2009, ss.180-181 ve IMF, **World Economic Outlook Databases**, October 2009.

Küresel sermaye hareketlerinin üretime etkisinin 2003 yılı değişiminin değerlendirilmesi için sermaye çıkışlarında rezer varlıkların dahil olduğu net küresel sermayenin ülke gelişmişlikliklerine göre dağılımı incelendiğinde 1999 yılı sonrası GOÜ rezer varlık artışları GOÜ net küresel sermayesine negatif olarak yansımış ve 2001 yılı sonrası rezerv varlıkları giderek artmıştır. 2007 yılı sonu itibari ile GOÜ rezer artışları 4 trilyon doların üzerinde gerçekleşmişken bu rakam 2008 yılı sonu itibarıyla ise 5,3 trilyon dolara yaklaşmıştır. Bu rezerv artşında GOÜ'e ülke gruplarına göre bakıldığında başta Gelişen Asya olmak üzere Orta Doğu ve Bağımsız Devletler Topluluğunun ve son dönem Latin Amerika ülke gruplarının payları görece ağırlıklıdır. Bunda önemli etken Asya krizi sonrası birçok ülkede uygulanan serbest döviz kuru politikası olduğu söylenebilir. Bu durum 2003 sonrası net küresel sermaye hareketlerinin GOÜ'deki üretim artışı üzerindeki etkisini açıklamamaktadır. Ancak küresel sermayenin son dönemde hacim olarak artışı ele alındığında bu hacim artışının veya teknolojik gelişin sonucu oluşan faktör verimlilik artışının üretim artışında etkin olduğu söylenebilir.

Gerçek anlamda küresel sermaye ihracatçısı olan GÜ'deki net küresel sermaye 2001 yılında öncesine göre bir miktar düşüş göstersede 1999 sonrası yüksek hacimlerde artmış yani GÜ'e yönelik küresel sermaye hem hacim hem de oran olarak yükselmiştir. Bu durum aynı zamanda küresel sermaye hareketlerinin zaten yüksek hacimlerde olduğu GÜ'de son dönemde ve özellikle 2004 sonrası netinin de artarak gerçekleştiğine işaret etmektedir. Ancak son dönemde GÜ'e yönelik bu net küresel sermaye hareketlerindeki artışa rağmen bunun GÜ üretim artışına katkısı görülememiş ve yıllık ortalama üretim atışı %3 civarında gerçekleşebilmiştir. GOÜ'e yönelik net küresel sermaye hareketlerinin son dönemde artan yüksek miktarlı rezerv varlıkları içermesi nedeniyle üretim artışları ile ilişkilendirmek burada doğru olmayacağından GOÜ'de sermaye hareketleri başlığı altında rezerv varlıkları içermeyen türlerine göre GOÜ'e yönelik sermaye hareketleri ayrıca ele alınacaktır. Ancak son dönemde dünya üretim artışında GOÜ'in katkısını vurgulamak gerekmetedir. Net küresel sermaye hareketlerinin ülke gelişmişlik seviyesine göre seyri ile GOÜ'de toplam ve ülke gruplarına göre rezerv artışları Grafik:3.2a ve b'de gösterilmiştir.

Grafik 3.2: Gelişmişlik Seviyesine Göre Net Küresel Sermaye-(Milyar $)



Kaynak: IMF, **Global Financal Stability Report**, March 2003, ss.118-119; April 2009, ss.174-175; October 2009, ss.180-181 ve IMF, **World Economic Outlook**, Statistical Appendix, April 2008, s.266.

3.1.3.2.Dış Ticaret ve Üretim

Dış ticarete etkisi açısından küresel sermaye hareketleri artışına etkide bulunmuş üç önemli gelişme olmuştur. Bunlardan birincisi, GATT Uruguay görüşmeleri ile alınan kararlar ile mal ve hizmet ticaretine ilişkin engellerin kaldırılmasını ve dolayısıyla ticaretin daha liberal bir yapı kazanmasını sağlamasıdır. İkinci gelişme ise; 1980'lerde birçok ülkede yapılan piyasaların serbestleştirilmesine yönelik reformlardır. Özellikle Dünya Bankası ve IMF gibi kurumların yapısal uyum programlan ile gelişmekte olan ülkelerin izleyeceği liberalizasyon politikalarını desteklemesi ve bu programlarda, ticaretin serbestleştirilmesi ve sermaye hareketlerini kolaylaştırıcı önlemlerin alınmasına yönelik yönlendirmelerinin getirilmesi, ilgili ülkelerin uluslararası ekonomi ile bütünleşmesine olanak sağlamıştır. Üçüncü olarak, ülkelerin piyasa ekonomisinden yana olan tercihlerin varlığı ve bunda yaşanan artıştır[247]. 1990 yılından sonra doğu bloku ülke ekonomilerinin çökmesi ile birlikte çok sayıda ülke merkezi planlamayı terk etmiş piyasa sistemine geçmiştir[248]. Bu da ÇUF için yeni faaliyet alanlarının oluşmasına neden olmuştur. Kamu işletmelerinin özelleştirilmesi, ülke hizmetlerinde piyasaların serbestleştirilmesi ve devletin piyasaya ilişkin düzenlemelerinin azaltılması gibi gelişmeler mal ve hizmetler ile kısmen işgücünün sınır ötesi hareketlerini kolaylaştırmıştır.

Dünyada üretminin %55'i dünya nufusunun %15'ini barındıran GÜ'ce gerçekleştirilmektir. GÜ'lerin dünya ihracatındaki payları ise %65 seviyesindedir. Bu ülke grubu içersinde ABD'nin payı dünya üretiminin 1/5'inden bağlı olduğu ülke grubunun ise 1/3'den fazladır. Ancak dünya ihracatındaki payı %10 civarındadr. Dünya nufusunun %5,0 ile ABD'den biraz fazla nufus barındıran Euro bölgesi ise Dünya üretiminin yaklaşık %16'sını gerçekleştirmesine karşılık dünya ihracatındaki payı 1/3'e yakındır. Dünya nufusunun %85'ini barındıran GOÜ'in dünya üretimindeki payı %45'dir. Ancak GOÜ dünya ihracatından ancak üçte bir pay alabilmektedir. GOÜ içinde her üç kriterde öne çıkan ülke grubu ise Gelişen Asya'dır. Asya'yı nufus hariç Latin Amerika izlemektedir. Dramatik olarak Gelişen Asya'dan sonra %12,9 ile en yüksek nufusu barındıran Afrika endüşük ihracat ve üretim payına sahiptir. Diğer ülke ve ülke guplarına ilişkin veriler 2008 yılı sonu itibari ile Tablo:3.4'de verilmiştir.

---

[247] Deborh L. Swenson, "Foreign Investment and the Mediation of Trade Flows", **Review of International Economics**, Vol: 12(4), 2004, s.611.

[248] UNCTAD, **Trade and Development Report**, New York, 2000, s.24.

Tablo 3.4: Gelişmişlik Seviyesi ve Ülke Gruplarına Göre Dünyada Üretim ve İhracat (%)

	Dünya GSYİH Payları	Dünya İhracatı Payları	Nufus Payları
Gelişmiş Ülkeler	**55**	**65**	**15**
ABD	20,7	9,3	4,6
EURO Bölgesi	15,7	28,6	5,0
Japonya	6,4	4,5	1,9
Kanada	1,9	2,7	0,5
İngiltere	3,2	3,9	0,9
Diğer Gelişmiş Ülkeler	7,4	16	2,3
Gelişmekte Olan Ülkeler	**45**	**35**	**85**
Afrika	3,1	2,7	12,9
Orta ve Doğu Avrupa	3,5	3,6	2,5
Bağımsız Devletler Top.	4,6	4,0	4,3
Gelişen Asya	21	13,8	52,6
Orta Doğu	3,9	5,6	3,7
Latin Amerika	8,6	5,1	8,5
TOPLAM	**100**	**100**	**100**
Milyar $ - Nufus (Milyar Kişi)	**60918**	**17019**	**6,4**

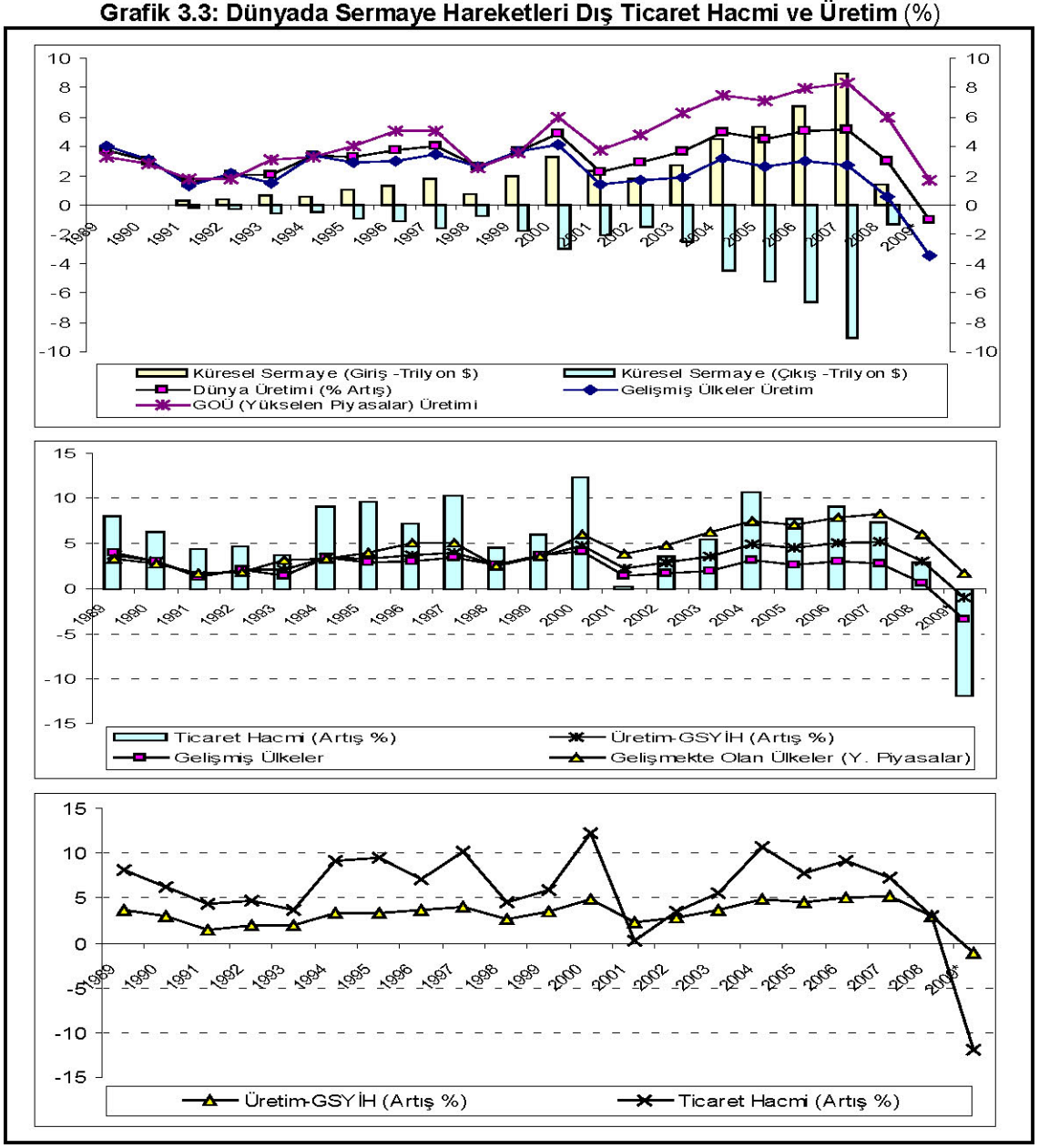
Kaynak: IMF, **World Economic Outlook**, Statistical Appendix, April 2009, s.162.

Sermaye hareketlerinin amaçlarından biride üretken yatırım artışına paralel olarak dış ticaretin geliştirilmesidir. Bu çerçevede sermaye hareketlerinin dünya üretim artışı ile dış ticaretine etkisi önem kazanmaktadır. Bir ülkenin dış dengeye yönelik en önemli kalemlerinden biri olan dış ticaret dengesi mal ve hizmet ihracatı ile ithalatından oluşur[249]. İthalat ve ihracatın artması ticaret hacmini genişletir ancak dış ticaret hadlerindeki bozulma cari işlem dengesinin açık vermesine neden olarak finansmanını gerektirir. Döneme ilişkin ülke gelişmişlik seviyelerine göre dış ticaret hacmi ile kalemleri ve ticaret hadleri üretim artışı ile beraber bir bütün olarak Tablo:3.3'de verilmişdi. Buna göre Grafik:3.3c'de verildiği gibi dünya ticaret hacmi artışı ile dünya üretim artışı beklendiği üzere pozitif yönlü korelesyon içindedir. Ancak Grafik:3.3b'de gösterildiği gibi GOÜ için bu korelasyon kriz dönemleri hariç GÜ'den daha güçlüdür. Ancak hacim olarak küresel sermaye giriş ve çıkışları ile üretim artış oranı arasında pozitif korelasyon olmasına karşın 2003 sonrası küresel sermaye giriş ve çıkışları yüksek hacimlere ulaşmasına karşın toplamda ve ülke gruplarında üretim artışlarını pozitif yönde güçlü olarak etkileyememektedir (Grafik:3.3a). Bu çerçevede bu dönemdeki sermaye hareketlerinin türlerine bağlı olarak banka kredileri ve mevduatları

[249] Nigel Pain ve Katharine Wakelin, "Export Performance and the Role of Foreign Direct Investment", **The Mancester School Supplement**, 1999, s.64.

aracılığı ile dolaylı da olsa üretime yönelik sermaye yatırımlarını gerçekleştiremediği veya üretken varsayılan sermaye hareketlerinin önemli bir kısmının satınalma ve birleşmeler yoluyla gerçekleştirilmesi nedeniyle üretim artışına etkisinin olumlu yönde sınırlı kaldığı söylenebilir. Ancak 2008 küresel krizi göstermiştir ki dünya üretimi sermaye hareketlerine aşırı bağımlı hal alma eğilimine girmiştir. Bu durum dünya üretiminin yapısal değişinin bir göstergesi niteliğindedir.

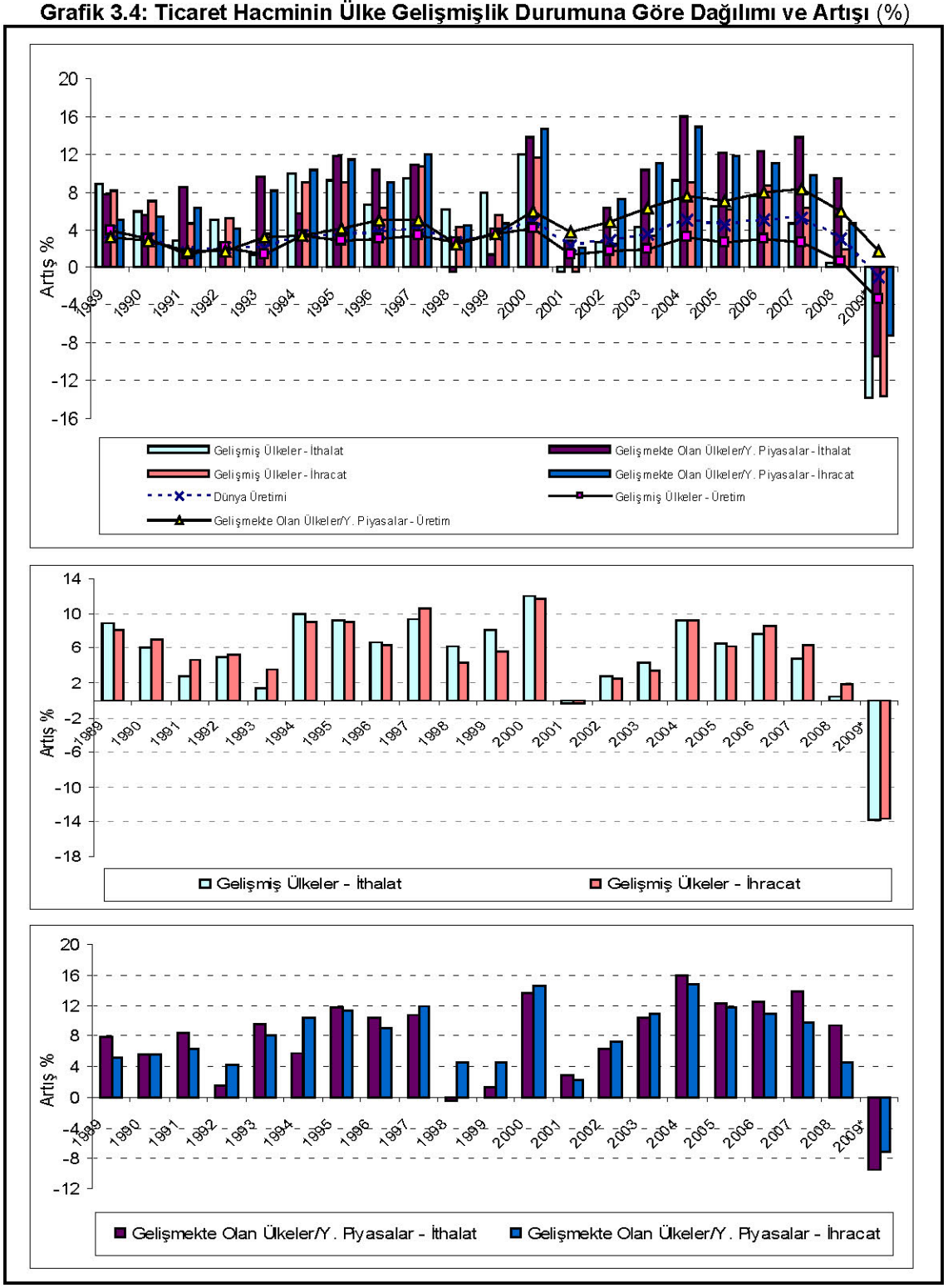
Grafik 3.3: Dünyada Sermaye Hareketleri Dış Ticaret Hacmi ve Üretim (%)



Kaynak: IMF, **Global Financal Stability Report**, March 2003, ss.118-119; April 2009, ss.174-175; Octoder 2009, ss.180-181 ve IMF, **World Economic Outlook Databases**, October 2009.

Ülke gelişmişlik seviyelerine göre ithalat ve ihracat artışı ile üretim artışları karşılaştırıldığında kriz dönemleri hariç başlangıçta dünya ticaret hacmi artışındaki GÜ ve GOÜ payları üretim artışına neden olurken 2001 sonrası GOÜ ihalat ve ihracat artış oranları ile üretim arasında pozitif yönde daha güçlü bir korelasyon olduğu izlenmektedir. Ancak GOÜ açısından 2003 yılı sonrası 2008 yılı dahil ithalat artış oranı ihracat artış oranından fazladır ve bu artış oranı farkı giderek artmaktadır. GÜ'de ise 2001 yılı öncesi yüksek ticaret hacmi ve ithalat artış oranı sorasında yerini durgunluğa bırakmıştır. 2004 yılında tekrardan zirve yapan dış ticaret hacmi ile yüsek seviyelerde ithalat ve ihracat artış oranlarına ulaşılmış ise de 2005 yılında bu artış hızını sürdürememiştir. Ancak GÜ açısından dikkat çekici nokta 2006, 2007 ve 2008 yıllarında gerçekleştirilmiş olan ithalat ve ihracat artış oranlarından ihracat artış oranının daha yüksek olmasıdır. 2009 yılı için ise her iki ülke grubu için beklenen ticaret hacmi daralması %(-11,9)'dur. Ancak GÜ için beklenen ithalat ve ihracat daralması yaklaşık aynı oranda iken GOÜ'de ise beklenen ithalat daralması ihracattan daha yüksektir. Bu durum Grafik:3.4'de gösterilmiştir.

Grafik 3.4: Ticaret Hacminin Ülke Gelişmişlik Durumuna Göre Dağılımı ve Artışı (%)



Kaynak: IMF, **World Economic Outlook Databases**, October 2009.

3.1.3.3.Dış Denge

Dış ticaret dengesi ile cari denge arasında farklı teorik yaklaşımlar olsa da dış ticaret hadlerinin cari denge dolayısıyla dış dengeye etkisi dönemlere ve ülkelere göre değişebilmektedir. Cari açık bir ülkenin harcamalarının gelirini aştığını diğer bir ifade ile ülke tasarruflarının yatırımlarını karşılamadığını ifade etmesi nedeniyle net dış varlığın azaldığını göstermektedir[250]. Ancak cari dengenin bozumasında dünya konjektüründeki gelişmeler ile ülke makroekonomik dengeleri önemli etkendir. Dış denge açısından cari açığın küresel sermaye hareketleri ile karşılanabilyor olması ve son dönemdeki hacim olarak küresel sermaye hareketlerindeki artış sermaye harketlerini önemli bir etken haline getirmiştir.

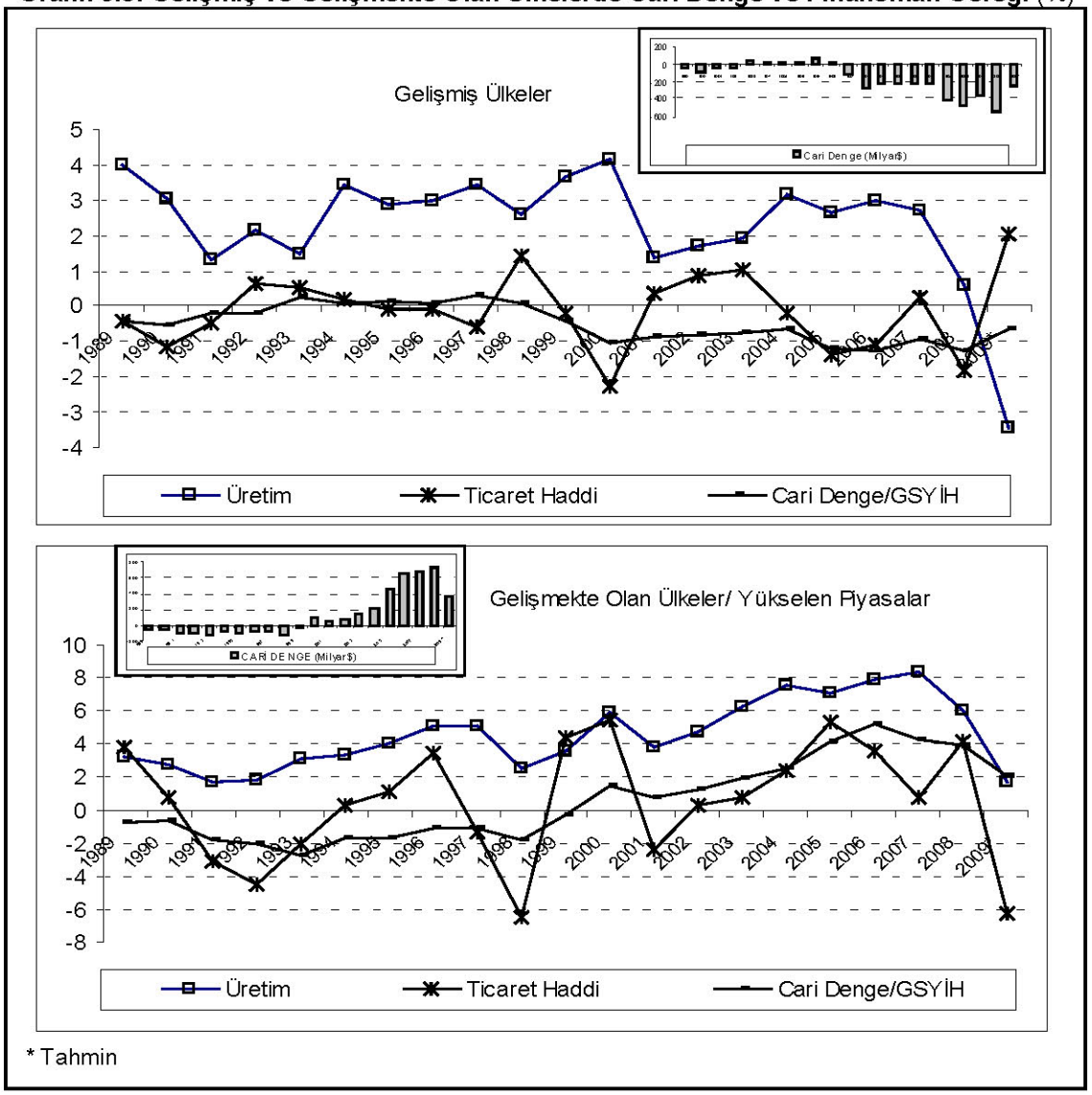
Dünya ekonomisi 1990'lardan 2004 yılına kadar olan süreçte 1997 yılında aldığı sıfır değer göz ardı edilirse sürekli cari açık vermiştir. Ancak 2008 yılı dahil son beş yılda GOÜ'den kaynaklı cari fazla verebilmiştir. GÜ'ler 1990'ların başında cari açık verdikten sonra 1993 yılından 1999 yılına kadar cari fazla verirken 1999 yılından 2009 yılına kadar ise sürekli artan oranda cari açık vermiştir. GOÜ'ler ise 2000 yılına kadar cari açık vermiş ancak 2000 yılından 2009 yılına kadar sekiz yıllık süreç içerisinde sürekli artan oranda cari fazla verebilmiştir. 2009 yılı sonu için ise cari açığın GÜ ve GOÜ'ler için 2008 yılna göre yaklaşık yarıyarıya azalarak sırasıyla (-262) ile 358 milyar dolar olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. GOÜ 2000 yılı öncesi üretim artışı ile beraber cari açık yaşanırken 2000 yılı ile beraber yüksek üretim artış oranları ile beraber cari fazla vermiştir. GÜ ise 1999 yılından sonra üretim artışı ile cari açığı birlikte yaşamışlardır. GÜ ve GOÜ açısında bu durum cari dengenin GSYİH'ya oranı içinde aynı olup dönem itibari ile yıllara göre değişim oranları Tablo:3.3'de verilmiştir.

Özellikle GOÜ'de yaşanan finansal serbestleşme ve dış tcaret engellerinin kaldırılmasının hızlanması sonrasında 2009 yılı dahil son dokuz yıl, öcesinin tam tersi, cari açık ile üretim artışı arasında GÜ ekonomilerinde pozitif GOÜ ekonomilerinde ise ters yönlü bir ilişki oluşmuştur. Yani GOÜ ekonomileri cari fazla verirken GÜ ekonomileri cari açık vermişler ve cari fazla veren GOÜ ekonomileri büyüyerek üretim artış oranlarını yüksek oranlarda artırabilmişlerdir. Bu durum bir taraftan sermaye hareketlerinin ödemeler dengesinde üstlendiği işlev gereği GÜ'in GOÜ'den daha fazla dış kaynağa ihtiyaç duyduğu anlamındayken diğer taraftan ise sermaye hareketlerinin

[250] Catherine L. Mann, "Perspectives on the US Current Account Deficit and Sustainability", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol:16, No.3, USA, 2002, s.133.

türlerini ve bu türlerin işlevlerini daha da anlamlı kılmaktadır. Döneme ilişkin trendini gösten dış ticaret dengesi ile cari denge ve üretim artış oranları ile ilgili seyri gösteren grafikler ülke gelişmişlik seviyelerine göre Grafik:3.5 verilmiştir.

Grafik 3.5: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Denge ve Finansman Gereği (%)



* Tahmin

Kaynak: IMF, **World Economic Outlook Databases**, October 2009.

Burada önemli olan nokta artan ticaret hacmi ve ithalat ve ihracat artış oranları ile kompozisyonununa bağlı olarak ara malı ile yatırım malı ithalat ve ihracatının üretim artışına GÜ ile GOÜ açısından ne tür bir etkide bulunduğudur. Ayrıca GOÜ açısından ithalat ve ihracat artışı ile üretim artışına rağmen ihracatta katma değer yaratabilme kabiliyetlerinin ortaya konması önem kazanmaktadır. Ancak Grafik:3.5'den de izlenebileceği gibi birim malın ithali için ihraç edilmesi gereken mal miktarının

göstergesi olan ticaret hadleri GOÜ açsından zaman zaman iyileşme gösterse de bu kısa süreli ve aşırı dalgalı seyretmiştir. 2008 yılında ticaret hadleri GÜ'lerin lehine, GOÜ'in ise alehlerine olurken 2009 yılında ise tam tersi bir durum beklenebilir.

Küresel sermaye hareketlerinin hacim olarak arttığı son dönemde dış dengenin sağlanmasına yönelik olarak cari açık ile fazlalığın varlığı aynı zamanda onun finansmanını da gerektirdiğinden GOÜ yönelik sermaye hareketlerinin hacmi ile çelişmektedir. Ancak küresel sermaye hareketleri ile üretim artış oranları birlikte değerlendirildiğinde sermaye hareketlerinin türüne bağlı olarak küresel sermaye yatırımlarının genel olarak GOÜ'lerde üretim artışını gerçekleştirebildiği söylenebilir. Buradan GOÜ için son dönemde sermaye harektetlerinin ödemeler dengesindeki cari açığın finansmanı kadar türüne bağlı olarak sermayenin özünde var olan kar güdüsü nedeniyle üretim ile bağının daha güçlendiği ve dış ticaret kanalları ile ödemeler dengesi cari hesabına dolaylı olarak olumlu etkisinin gerçekleşebildiği söylenebilir.

3.2.Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu ve Dış Denge

GOÜ açısından kalkınmanın önünündeki önemli engellerden biri sermaye faktörünün yetersizliği ve dış tasarrufa olan ihtiyaçtır. Bu amaçla 1980 yılından itibaren başlayan ve 1990'lı yıllara kadar devam eden süreç birçok GOÜ ekonomisi için finansal serbestleştirmenin gerçekleştirildiği reformlar ve deregülasyon dönemi olmuştur. Bu dönemde çoğu GOÜ finansal piyasalarına yönelik baskı ve yasakları kaldırmış veya yeniden yapılandırmıştır. Faiz üzerindeki sınırlandırmalar ile beraber yabancı sermayeye getirilen engeller ve kambiyo rejimi kontroller kaldırılmıştır. Diğer taraftan sermaye piyasalarına yönelik olarak menkul kıymetler piyasaları oluşturulmuş ve bankacılık sektörüne serbestlik getirilmiştir. Böylece yabancı sermaye ile yurtiçi yatırımların arttırılabilmesi, teknoloji transferinin gerçekleştirilmesi ve dünya kaynak dağılımı ile üretimde etkinliğin artırılması hedeflenmiştir.

1990 sonrasının bu ortamında uluslararası sermayenin yönelimi GOÜ içinde bu düzenlemeleri başlatan, sürdüren ve tamamlayan yeni kazanç ve yatırım imkanlarının açıldığı piyasalara olmuştur. Küresel sermayeden aldıkları pay görece çok düşük hacimlerde olsa da tasarruf açığı bulunan GOÜ ekonomileri dış ekonomik dengeyi oluşurabilmek için sermaye hareketlerinden türlerine bağlı olarak daha fazla etkilenmektedir.

Tablo 3.5: Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Sermaye Hareketleri ve Ülke Gruplarına Göre Dağılımı (Net-Milyar $)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*
Net Özel Sermaye Hareketleri	**15**	**38**	**117**	**124**	**170**	**118**	**165**	**224**	**207**	**70**	**73**	**75**	**80**	**90**	**168**	**242**	**252**	**232**	**605**	331	-53
DYY	15	21	33	34	54	81	98	116	150	159	178	171	186	157	166	189	260	250	310	307	279
PY	14	4	41	54	103	108	37	97	50	41	65	16	-79	-92	-13	16	-19	-103	49	-72	-100
Diğer	-14	13	43	37	13	-70	30	12	7	-130	-169	-112	-27	25	17	39	13	88	249	98	-131
Afrika		**2**	**2**	**5**	**-1**	**5**	**8**	**3**	**9**	**8**	**9**	**2**	**7**	**6**	**7**	**16**	**31**	**40**	**47**	**58**	**21**
DYY	3	2	3	1	1	2	2	3	8	6	9	8	23	14	18	17	24	22	32	38	27
PY			1	3	1	4	3	3	7	4	9	-2	-8	-2		6	4	19	12	9	5
Diğer	-3		-2	1	-3	-1	3	-3	-6	-2	-9	-4	-8	-7	-9	-5	5	2	6	12	-11
Orta ve Doğu Avrupa	**3**	**7**	**13**	**5**	**19**	**-10**	**30**	**23**	**31**	**31**	**36**	**39**	**11**	**53**	**53**	**74**	**118**	**120**	**171**	**163**	**6**
DYY	1	1	3	3	5	4	13	12	14	19	22	24	24	25	17	36	52	65	73	75	32
PY	1			3	9	4	7	1	4	3	6	4	1	2	8	28	22	10	-7	12	-8
Diğer		5	-16		6	-18	11	11	13	9	8	11	-13	27	28	10	45	46	104	76	-18
Bağımsız Devletler Topluluğu	**4**	**-2**	**-10**	**2**	**8**	**-13**	**4**	**-10**		**-8**	**-13**	**-27**	**7**	**16**	**18**	**7**	**33**	**58**	**115**	**59**	**-99**
DYY				1	2	2	3	5	6	6	5	2	5	5	5	13	11	24	17	30	17
PY					4		-2	3	4	-1	-10	-1				8	-5	13	8	12	3
Diğer	4	-1	-10	1	2	-15	2	-17	-9	-14	-17	-20	3	10	14	-15	26	22	91	17	-118
Gelişen Asya	**7**	**12**	**35**	**22**	**59**	**67**	**98**	**121**	**53**	**-51**	**-5**	**5**	**23**	**24**	**65**	**147**	**91**	**48**	**194**	**41**	**-54**
DYY	6	9	14	15	33	45	51	53	58	57	71	61	53	53	70	64	104	97	91	93	93
PY		-2	2	13	32	20	23	32	7	8	54	20	-50	-60	8	13	-9	111	18	-129	-85
Diğer	1	5	19	-6	-6	2	23	36	-12	-117	-130	-75	20	30	-13	69	-3	61	85	77	-63
Orta Doğu	**2**	**3**	**80**	**38**	**21**	**19**	**6**	**8**	**19**	**13**	**-4**	**-5**	**-7**	**-22**	**2**	**-17**	**-57**	**-43**	**-21**	**-62**	**48**
DYY	-1	2	1	1	5	5	4	3	8	10	4	6	12	9	18	10	18	15	20	13	40
PY	7	2	20	11	7	7	3	13	-3	-3	-8	3	-13	-18	-17	-21	-36	-20	-14	-17	2
Diğer	-4	-1	59	25	10	7	-1	-8	14	7		-14	-7	-14	2	-6	-39	-39	-27	-59	7
Latin Amerika		**15**	**23**	**53**	**64**	**50**	**19**	**80**	**96**	**77**	**51**	**62**	**39**	**14**	**23**	**15**	**37**	**10**	**100**	**73**	**25**
DYY	7	7	12	13	9	24	25	39	57	62	67	71	69	51	38	49	51	28	77	58	71
PY	5	3	18	25	50	73	2	46	31	28	5	2	-7	-15	-10	-19	5	-14	31	40	-17
Diğer	-12		-6	15	5	-45	-8	-5	7	-13	-21	-10	-21	-22	-5	-15	-20	-4	-9	-25	-30

Not: Ülke Grupları Toplamına Resmi Akımlar (Offical Flows) dahil edilmiştir. Diğer yatırımlar Banka Kredilerini ve Meduatlarını içermektedir.
* Tahmin

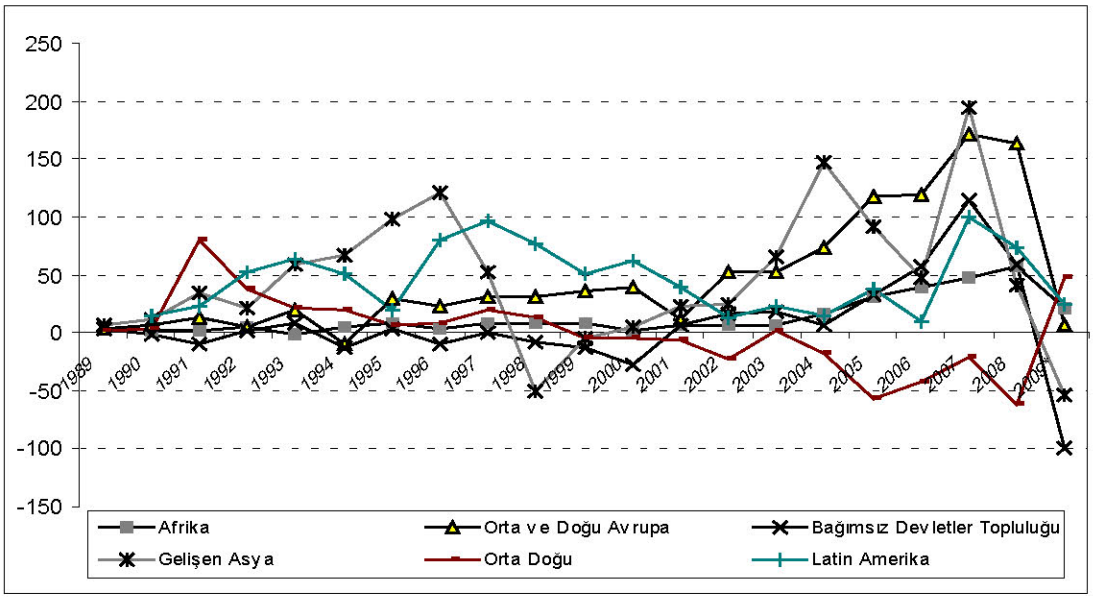
Kaynak: International Monetay Fund, **World Economic Outlook Database**, April 2008. erişim:http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/weoreptc.aspx;http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/weoreptc.aspx?sy=1989&ey=2013&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=001%2C110%2C163%2C119%2C203%2C123%2C998%2C200%2C605%2C603%2C904%2C901%2C505%2C511%2C405%2C205&s=BCA%2CBCA_NGDPD%2CBM%2CBX%2CBFXP%2CBFD%2CBFXPP%2CBFXOP%2CBFXG%2CBFRA&grp=1&a=1&pr1.x=40&pr1.y=7(17.08.2008);
*IMF, **World Economic Outlook Database**, October 2009, erişim:http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/weoreptc.aspx (19.12.2009).

3.1.2.Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu ve Türleri

Uluslararası sermaye hareketleri 1980 öncesindeki dönemde genel olarak devletlerarası ve banka kredileri ile özellikle de DYY türünden kanallar yolu ile gerçekleşmiştir. Finansal serbestleştirme ve uluslararası sermayenin serbest dolaşımına 1980'li yıllarda başlanması ile beraber PY türünden sermaye hareketleri ağırlık kazanmaya başlamıştır. Bu dönemde uluslararası sermaye hareketleri GOÜ'de azda olsa görülmekle beraber çoğunlukla GÜ piyasalarında yönelik olmuştur. 1990 yılına doğru ve sonrasında finansal serbestleşmenin de etkisi ile sadece kar güdüsü ile hareket eden sermaye ile beraber yeni kazanç imkanını değerlendirmek amacıyla uluslararası sermaye GOÜ ekonomilerine de yönelmiştir.

GOÜ'e yönelik net sermaye hareketlerinin ülke gruplarına göre seyri incelendiğinde Latin Amerika ve Asya ülkeleri başta olmak üzere içlerinde Türkiye'nin de bunduğu Merkezi ve Doğu Avrupa ülkelerine yönelik sermaye hareketlerinin hacim olarak arttığı ve 1990'ların ilk yarısında sermaye hareketleri türünden PY'nin önemli paya sahip olduğu dönem olmuştur. 1990'ların ikinci yarısından itibaren DYY türünden olan sermaye hareketlerinin payı artmaya başlamış ve özellikle 2004 yılı hariç 2000 yılı sonrası net PY negatif değerler alırken 1990 yılı sonrası sürekli artış gösteren net DYY'ları artış hızını 2003 yılından sonra daha da artmıştır.

Grafik 3.6: Ülke Gruplarına Göre Yükselen Piyasalarda Sermaye Hareketleri (Net, Milyar$)

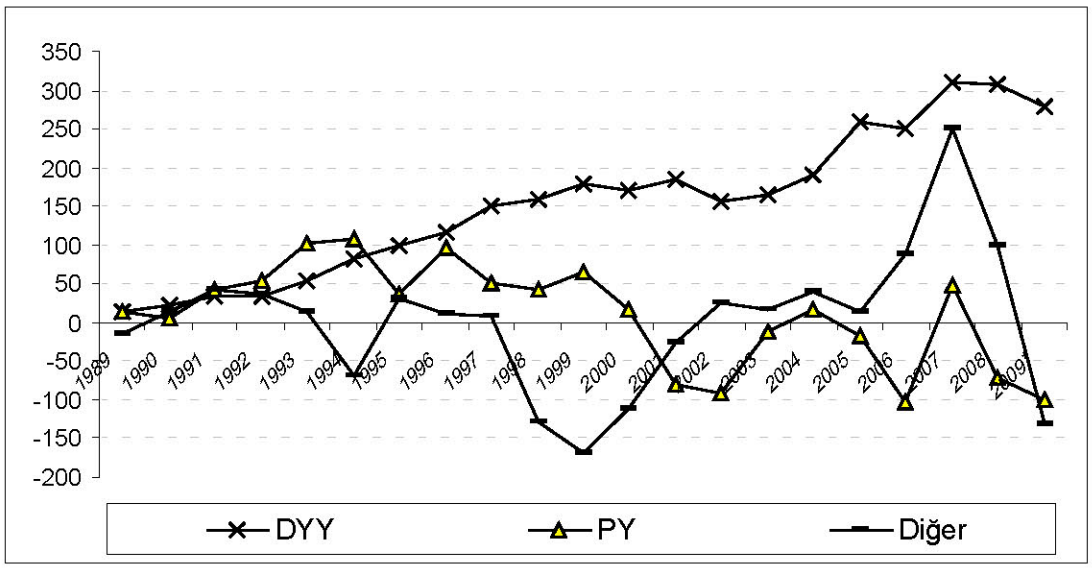


Kaynak: IMF, **World Economic Outlook Database**, April 2008, October 2009.

Afrika ülke grubuna yönelik sermaye hareketlerinin 2004 yılı sonrası dünyadaki likidite bolluğuna paralel olarak DYY türünde sermaye hareketi ağırlıklı olarak arttığı, Orta Doğu bölgesine yönelik net sermaye hareketlerinin ise 1991 yılı sonrası 2003 yılı hariç azalış trendinde olduğu görülmektedir. Orta ve Doğu Arupa ile Bağımsız Deletler Topluluğuna (BDT) yönelik net sermaye hareketlerinin ise sırasıyla 2001 ve 2004 yılı sonrası yüksek hacimlerde artmıştır. Ancak bu artışlarda DYY ve diğer yatırımların ağırlığı görece daha fazla olmuştur. Gelişen veya Yükselen Asya ile Latin Amerika'ya yönelik net sermaye hareketlerinin ele alınan dönemdeki seyri diğer ülke gruplarından farklı olarak hem yüksek hacimlerde hem de volalitesi yüksek olabilmekte ve türlerinin sermaye hareketleri içerisindeki ağırlıkları farlılaşabilmektedir. Tablo:3.5'de verilen GOÜ'e yönelik net sermaye hareketlerinin üke gruplarına göre seyri Grafik:3.6'de gösterilmiştir.

1990 sonrası dönemde için dikkat çeken kriz dönemlerinde GOÜ'e yönelik net sermaye hareketleri azalırken 2001 yılı hariç net PY'nın negatif değer almaması, net DYY'nin ise artan oranlı artış göstermesidir. Ancak banka kredileri ve mevduatlarından oluşan net diğer yatırımlar türünden sermaye hareketlerinin ise 2008 krizi hariç kriz dönemleri öncesinden ve sırasında yüsek seviyede negatif değerlere ulaşmasıdır. Net sermaye hareketlerinin döneme ilişkin türlerine göre seyri Grafik:3.7'de gösterilmiştir.

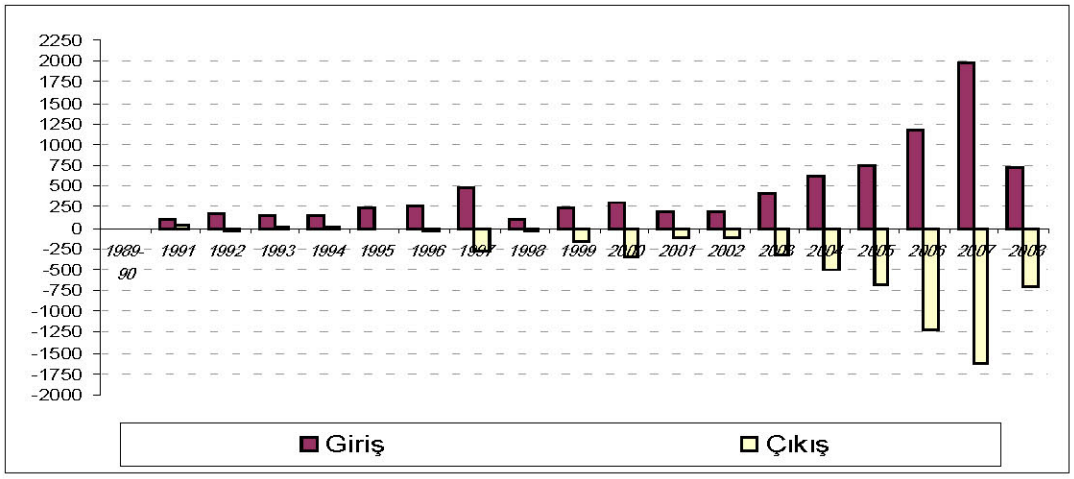
Grafik 3.7: Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Doğrudan ve Potföy Yatırımları (Net, Milyar $)



Kaynak: IMF, **World Economic Outlook Database**, April 2008, October 2009.

GOÜ'e yönelik net semaye hareketlerinin ülke gruplarına göre dağılım, tür ve seyri kadar sermayenin cari açığın finansmanı dışında bu ülkeler için dış kaynak sağlamak amacıyla kullanılabiliyor olmasının bir göstergesi de bu ülke gruplarına yönelik sermaye griş ve çıkış hacmleridir. Bu çerçevede Rezerv hareketlerini içermeyen ve DYY; PY ve diğer yatırımlardan oluşan sermaye hareketlerinin krizler öncesi hacmindeki artış ile 2003 yılı sonrasından 2008 yılına kadar olan olağan üstü yüksek giriş çıkış hacimleri dikkat çekicidir. Ancak 2008 yılında yaşanan küresel krizin etkisiyle daha önce yaşanan bölgesel krizlerde olduğu gibi sermaye hareketlerinin volatilitesi azalmıştır.

Grafik 3.8: Gelişmekte Olan Ülkere Sermaye Giriş ve Çıkışları (Milyar $)



Kaynak: IMF, **Global Financal Stability Report**, March 2003, ss.118-119; April 2009, ss.174-175 ve October 2009, ss.180-181.

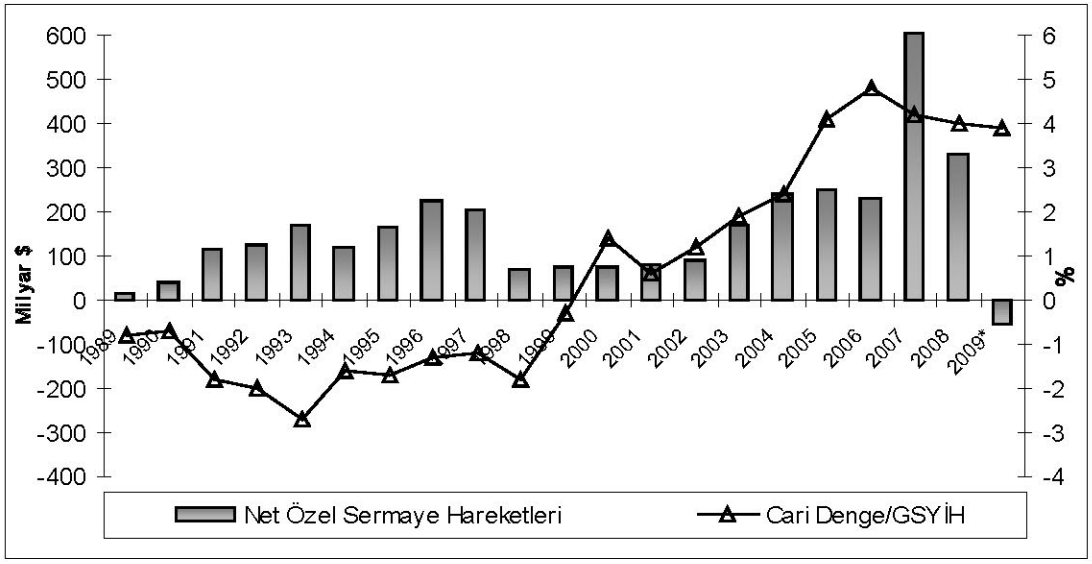
3.2.2.Sermaye Hareketleri ve Dış Denge

Üretim artışının cari denge üzerindeki olumsuz etkisi konusunda iktisatçılar arasında ekonomik birimlerin davranışlarının önceden bilinmemesi nedeniyle tam bir fikir birliği olmamasına karşın hem cari açığın oluşmasında hem de dış dengenin sağlanabilmesi açısından cari açığın finansmanında sermaye hareketlerinin rolüne ilişkin bir fikir birliği vardır[251]. Diğer taraftan sermaye hareketleri ile ülke parasının değerlenmesi ve ithalat artışı ile cari açıkların oluşabilmesi söz konusu olabilirken ticarete konu olmayan malların üretimi ile ihracatı da olumsuz etkileyebilmektedir.

[251] Cesar Calderon, Alberto Chong ve Norman Loayza, "Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries", **World Bank Policy Research Working Paper**, No:2398, 2000. Erişim:http://wdsbeta.worldbank.org (17.11.2008) ve Wong ve Carranza, a.g.e., 1998.

GOÜ'e yönelik sermaye hareketlerinin, sermaye hareketlerinin cari denge ve dolayısıyla dış dengenin oluşumuna yönelik bu yaklaşımları 2000 yılına kadar yansıtacak sekilde gerçekleştiği Grafik:3.9'da gösterilmiştir. Ancak 2001 yılı sonrası GOÜ'e yönelik net sermaye hareketlerindeki artışla beraber oluşan cari fazla, cari açığın finansmanında ve dış dengenin sağlanmasında sermaye hareketlerinin türlerinin önemini ortaya çıkarmakta ve sermaye hareketlerinin türlerine göre rolünün incelenmesini gerektirmektedir.

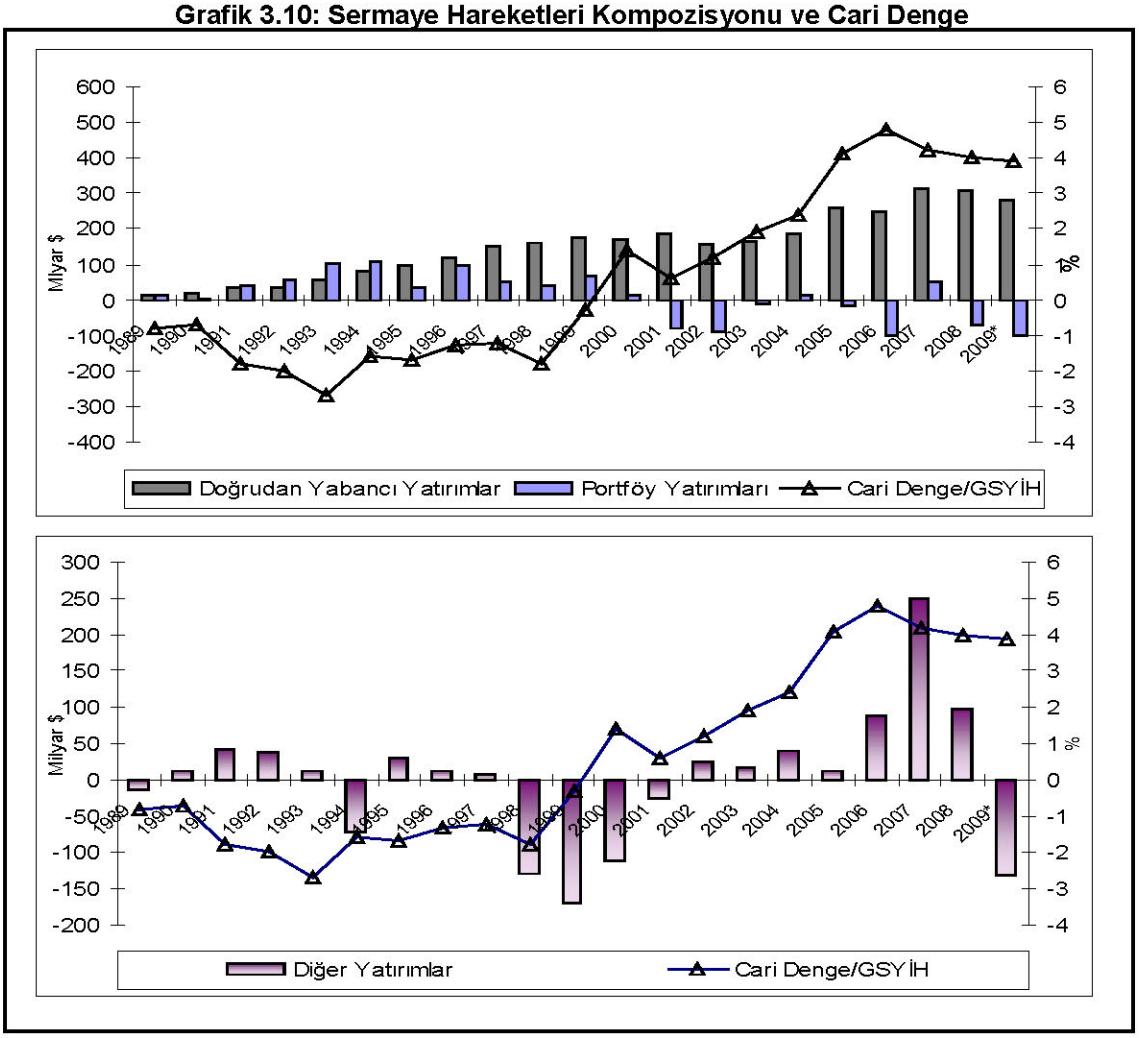
Grafik 3.9:Yükselen Piyasalarda Sermaye Hareketleri ve Dış Denge



Kaynak: IMF, **World Economic Outlook Database**, April 2008, October 2009.

2001 yılına kadar GOÜ'e yönelik net sermaye hareketleri türünden DYY ve PY pozif değerlerde olmasına karşın GOÜ ekonomileri cari açık vermiştir. Ancak spekülatif nitelik de diyebileceğimiz PY 2001 yılı sonrası negatif değerler almasına karşın cari denge olumsuz yönde etkilense de fazla verebilmiştir. DYY ise 2001 sonrası ve özellikle 2003 sonrası oluşan cari fazla ile pozitif yönlü korelasyon içindedir. Sermaye hareketlerini diğer bir türü olan diğer yatırımlar ile cari denge arasında kriz dönemi ve 2007 yılı hariç bir korelasyondan bahsedebilmek güçtür. Ancak GOÜ'e yönelik olarak 2001 öncesi için sermaye hareketlerinin cari açğın finansmanı ve dış dengenin sağlanmasında önemli bir araç olduğu söylenebilirken 2001 yılı sonrası için genel olarak bu çıkarımda bulunabilmek güçtür. GOÜ yönelik türlerine göre sermaye hareketleri ile cari dengenin seyri Grafik:3.10'da gösterilmiştir.

Grafik 3.10: Sermaye Hareketleri Kompozisyonu ve Cari Denge



Kaynak: IMF, **World Economic Outlook Database**, April 2008, October 2009.

GOÜ, yabancı sermaye hareketlerinin en büyük aktörü olmakla beraber, bu pastadan aldıkları pay az da olsa gün geçtikçe artmaktadır. 1990'ların başında DYY ile PY arasındaki fark, 2003 yılına gelindiğinde hissedilir derecede artmıştır. Yabancı yatırımcıların özellikle 2003 yılından sonra yatırım tercihlerini DYY yönünde kullandıklarını görülmektedir. ÇUF üretimin mekansal olarak dağıtılmış süreçlerini ile işlevlerini uzaktan denetleme ve yönetebilme olanağı elde etmişler böylece dünya çapında bir katma değer yaratma ağı oluşturabilmişlerdir[252].ÇUF sayısında görülen artışlar, dünyadaki küreselleşme eğilimi ile karşılıklı etkileşim içindedir. Üretim ve firma yurtdışı şube artışlarını küresel ekonomide hem yabancı sermaye yatırımlarının hem de ÇUF faaliyetlerinin arttığının işaretleri olarak algılamak mümkündür.

[252] Veysel Bozkurt, "Küreselleşme: Kavram, Gelişim ve Yaklaşımlar", Erişim:http:// www.stradigma.com/index.php?sayfa=makale_liste (15.03.2008).

3.3.Sermaye Hareketlerinin Etkisi ile Yaşanan Ekonomik Krizler

Sermaye hareketlerinin meydana getirdiği büyük fon birikimi ve bu fonların spekülatif amaçlı olarak yüksek işlem hacimleriyle ülke piyasalarına anlık giriş çıkışlar yapılabiliyor olması, piyasalarında büyük dalgalanmalar meydana getirmekte ve ardından bölgesel ve küresel ölçekde ekonomik krizlerin doğmasına sebep olabilmektedir. Bu tür spekülatif amaçlı sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri üzerindeki etkileri de önemli bir sorun oluşturabilmektedir. Sermayenin kürselleşmenin etkisiyle bir ülke veya bölgede yaşanan kriz para ve finans piyasalarının birbirine olan etki ve bağımlılığı nedeniyle diğer ülke veya bölgelere yayılabilmektedir. Uygulanan serbestleşme politikaları sonucu finans piyasalarının tam olarak gelişmediği GOÜ'ler ile deregülasyonlardan yararlanılarak oluşturulan türev piyasalarının yarattığı balon ve artan varlık değerleri nedeniyle başta ABD olmak üzere GÜ'lerden başlayarak ciddi boyutlara ulaşan ekonomik krizler yaşanmıştır.

1970'li yıllardan bu yana Aralık 1973 İngiltere bankacılık krizi, Haziran 1974 Herstatt Krizi ile Ağustos 1982 uluslararası borç krizi, Aralık 1986 bono krizi ve Ekim 1987 borsa krizi yaşanan finansal krizlere örnek olarak sıralanabilir. Ayrıca1980'lerin başında ABD'de yaşanan tasarruf ve borç krizini bunlara eklemek mümkündür. Ancak küresel etkileri olanlarından belli başlıları; 1970 ve 1980'li yıllardaki Latin Amerika krizleri, 1992–1993'de ortaya çıkan Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) krizi, 1994–1995'de Latin Amerika krizi ve 1997 Asya krizleridir[253]. Bu tür krizlere Rusya ve Brezilya krizleri ile Finlandiya, İsveç, Gana, İsrail, Şili, Uruguay'da yaşanan finansal krizleri eklemek de mümkündür. Türkiye'de sırasıyla 1994 ve 2000–2001 yıllarında benzer finansal krizler yaşamıştır. Son olarak dünyada yaşanan en büyük ve kapsamlı kriz ABD kaynaklı 2008 küresel krizidir.

Küresel etkileri nedeniyle başta 2008 küresel krizi olmak üzere 1994-1995 Latin Amerika ile 1997 Güney Doğu Asya krizlerini sermaye hareketlerinin tetiklediği yaygın olarak kabul edilmekte ve sermaye hareketlerinin ekonomik etkileri açısından öne çıkmaktadır. Meksika krizinin yayılma etkisini simgeleyen tequlia etkisi olarak bilinen Latin Amerika krizi Meksika parasının devalüasyonundan sonrası para ve sermaye piyasalarında yaşanan dalgalanmalara neden olmuştur. Asya krizi ise 1997 Tayland parasının devalüasyonu ile başlayan ve Meksika krizinden daha şiddetli

[253] Muhammed Akdiş, **Global Finans Sistem: Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Yayınları, İstanbul, 2000, s.9.

yayılma etkisi göstermiştir. 1997 krizi Asya'ya önce devalüasyonlar ve borsa çöküşleri şeklinde yanmış ve krizin şiddetti arttıkça Asya ülkelerinden Hong Kong ve G.Kore piyasaları spekülatif baskı altına girmiştir. Ardından Arjantin, Brezilya ve Rusya menkul kıymetler piyasalarında ardı ardına yaşanan düşüşler ve bu ülkelerin paralarına yönelik spekülatif ataklar krizin para piyasalarına yayılmasına ve de aynı ölçüde olmasa da bankacılık kesimlerinde ciddi sorunların yaşanmasına neden olmuştur. 2006 yılının ikinci yarısında başlayan ve 2008 yılının Ekim ayında ortaya çıkan ve de içinde bulunduğumuz dönemde dünyada görülmemiş boyutlu yayılma etkisi özelliğini devam ettiren ABD konut kredisi sistemi kaynaklı küresel krizinin etkileri henüz sonuçlanmamış olsa da reel etkileri tartışılmaktadır.

3.3.1.Latin Amerika Krizi

1980'lerin ikinci yarısında Latin Amerika ülkelerinden Meksika ekonomisinde NAFTA'ya üye olmasının da etkisiyle yapısal reformlar başlatılmış ve bu reformlarla istikrarlı ve sürdürülebilir kalkınma politikalarına geçilmiştir. Bu politikalar uygulanana kadar Meksika sırasıyla 1976 ve 1982 yıllarında ekonomisinde kriz yaşamıştır[254]. 1994 yılında bankacılık kesiminin etkilenmemesi koşuluyla önceden belirlenmiş döviz kuru rejiminin korunmasına yönelik para politikası uygulamasına geçilmiştir.

Meksika'da uygulanan programın önemli bir aracı olan döviz kuru rejiminin amacı sürünen sabit kur (crawling peg) yöntemi ile döviz kurunu baskılamaktır. Programın ekonomi politikaları sonucu Meksika parası pezonun aşırı değerlenmesine öncesi yaşanan finansal serbestleşme sonucu sermaye girişlerinin yarattığı kırılganlık eklenince, ekonomik denge olumsuz etkilenmiş ve 1994 yılında döviz kuru baskı altında iken yaşanan iç ve dış şoklar ödemeler dengesine bağlı finansal krize neden olmuştur[255]. Kriz sonrası döviz kuru %100'den fazla değer kaybetmiş ve ekonominin reel üretimi önemli ölçüde azalmıştır. Hükümetin 1994 yılı Aralık sonunda döviz kuru bandını %15 genişletme kararına rağmen pezo beklenenden daha çok ve hızlı olarak değer kaybetmeye başlamıştır. Sonuçta ulusal rezervler iki günlük süre içersinde 5 milyar dolar azalmış ve bunun yeterli olmayacağı anlaşılınca da 22 Aralık'ta dalgalı kur

---

[254] Gökan Karabulut, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Final Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002, s.111.

[255] G.A Calvo ve E.G. Mendoza, "Mexico's Balance of Payment Crisis: A Chronicle of A Death Foretold", **Journal of Intenational Econoics**, Vol:41, 1996, s.239.

rejimine geçilmiştir[256]. Uygulanan dalgalı kur rejimi ile krizden çıkmaya çalışılmıştır. Ancak 1993 yılında yaklaşık 25 milyar dolar olan merkez bankası döviz rezervleri 1994 yılında 6 milyar dolar civarına gerilemiş ve kriz sonrası Meksika ekonomisinden yaklaşık 3,5 milyar dolar PY türünden sermaye çıkışı yaşanmıştır.

Tablo 3.6: Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri-Kriz Öncesi ve Sonrası-Meksika

	1991	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**
GSYİH (Artış %)	4.2	3.6	2.0	4.4	-6.1
Enflasyon (%)	22.7	15.5	9.7	6.9	35.0
Cari İşlemler/GSYİH	-5.1	-7.3	-5.8	-7.0	-0.3
Rezervler (Milyar $)	17	19	25	6	17
Döviz Kuru (Reel)	103	111	120	97	102

Kaynak: IMF, **World Economic Outlook Databases**, April 2008. erişim:htt://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/index.aspx (12.10.2008).

Finansal serbestleşme ve yapısal reformlar ile kamuya ait banka dahil birçok kuruluş özelleştirilmesi yoluyla 1994 öncesi ekonomisinde canlanma yaşayan Meksika ekonomisi 1989-1994 arası ortalama %4 büyümüş ve enflasyon oranını da %10'un altına indirebilmiştir[257]. Bu ekonomik görünüm Meksika'ya yabancı sermaye hareketlerinin yönelmesine sebep olmuş ve kriz öncesi Meksika'ya yönelik sermaye hareketlerinde artış gözlenmiştir. Sermaye girişlerindeki artış finansal piyasaların sermaye hareketlerine olan duyarlılığını arttırarak özellikle bankacılık kesimi üzerinde bilançoların artışı ile önemli etkileri olmuştur[258]. Diğer taraftan sermaye girişlerinin kompozisyonunda PY'nin ağırlıklı oluşu hem ülke finansal varlık fiyatları üzerinde spekülatif etki yaratarak firma net değerlerini artırmış hem de giren DYY'ı yeni tesis kurmak yerine mevcut tesisleri satın alma yolunu tercih etmiştir. Ancak Meksika ekonomisi 1990 ve 1994 arasında sanayi üretimini sadece %12 artırabilmiştir[259]. Kriz sonrası pezonun dalgalanmaya bırakılması faiz oranlarının aşırı yükselmesine neden olmuş ve banka denetleme sisteminin de yetersizliği nedeniyle bu durumdan banka portföyleri olumsuz etkilemiştir. Bu durumu izleyen uluslararası yatırımcıların fonlarını hızla geri çekmeleri krizin etkilerini arttırmıştır. Meksika krizinin bölgede yarattığı

[256] Bülent Güloğlu ve Ender Altunoğlu, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Fnansal Krizler: Latin Amerika, Asya ve Türkiye Krizleri", **İstanbul Üniversitesi SBF Dergisi**, No:27, 2002, s.36.
[257] M.J. Blaine, "De Ja Vu All Over Again Explaining Mexico's 1994 Finanacial Crisis", **Blackwell Publishers**, 1998, s.31.
[258] Karabulut, a.g.e., 2002, s.114.
[259] Blaine, a.g.e., 1998, s.31.

güvensizlik özellikle bölge menkul kıymetler borsalarına olmak üzere diğer Latin Amerika ülkelerine de yansımış ve bölgeye ekonomilerine olumsuz etkileri olmuştur.

1980 ve 1990'ların başında bankacılık ve döviz krizi temelli finansal krizler yaşayan Brezilya ekonomisi Meksika krizi sonrasında düzelmeye başlamış ve Asya krizinde sermaye hareketleri ile finanse ettiği cari açığına rağmen olumlu ekonomik göstergeleri ile dikkat çekmiştir. 1990-1994 döneminde ortalama 9 milyar dolar civarındaki olan sermaye girişi 1997 yıllında 35 milyar dolara kadar ulaşmıştır. Ancak Brezilya para birimi Real'in sermaye hareketleri ile değerlenmesi sonucu enflasyonun üzerinde oluşturduğu baskının ihracatı olumsuz etkileyeceği dış ticaret açığına neden olabileceği öngörülememiştir[260]. Nitekim bu konuda uyarılara rağmen ihracat 1994'den 1997'ye yılda ortalama %7 artabilmişken aynı dönemde ithalat ortalama %60'a yakın artarak ihracatın ithalatı karşılama oranı %50' lere düşmüştür[261]. Real'in Asya krizinden korunabilmesi için Brezilya merkez bankası önce döviz satışına yönelmiş ardından da gecelik faizleri arttırarak bütçe tasarrufuna yönelik önlem paketi açıklamış ve krizin yansımalarını bertaraf edebilmiştir. 1998 yılına gelindiğinde Brezilya ekonomisinin borç ve reel faiz yükü artmış ve Brezilya'ya yönelik sermaye hareketleri faizlerin yükselmesine neden olmuştur. Rusya'ın moratoryum ilan etmesiyle döviz talebi ile karşı kaşıya kalan Brezilya döviz satışına başlayarak borç stokuna rağmen gecelik faizleri %20'den %40'a yükseltmiştir. İç politik ortamın nispeten düzelmesi ve IMF, WB ve G7 ülkelerinden sağlanan ek finansmanla ekonomide tekrar istikrar sağlanmaya çalışılmışsa da tekrardan yaşanan iç sorunlar ve nihai olarak merkez bankasının istifası sonucu real dalgalanmaya bırakılarak %80 değer kaybetmiştir. Ancak kısa süre sonra real tekrardan değer kazanmış ve 1998'de %0.8 büyüyen Brezilya ekonomisi 2000 yılında artan ihracatının da etkisiyle %4'ler civarında büyümüştür. Brezilya krizinin ardından serbest kur rejimi altında enflasyon hedeflemesine geçmiştir[262]. Buna rağmen 2002 yılında devalüasyona maruz kalmıştır.

1994 Meksika krizinin yayılma etkisi ile kısa süreli de olsa 1995 yılında Arjantin'de hissedilmiştir[263]. Gerçekte 1995 yılı hariç bu dönemde Arjantin ekonomisi büyüme açısından 1990-1997 yılları arasında kayda değer bir performans göstermiştir.

---

[260] Rudiger Dornbusch "Brazil's Incomplete Stabilization", Project on Exchange Rate Crisis in Emerging Market Countries, **NBER**, Session on Brazil, April, 2000, s.27.

[261] Saruhan Özel, **Global Finansal Krizler**, Deniz Kültür Yayınları, İstanbul, 2005, s.100.

[262] Özel, a.g.e, s.142.

[263] Burçin Hacıhasanoğlu, Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye için Önemi, **TCMB**, Ankara, 2005, s.48.

1998 yılında Rusya krizine rağmen Arjantin ekonomisi büyümeye devam etse de 1999 yılında Rusya krizine sonucu oluşan bölgesel sermaye çıkışlarının etkisi ile resesyona girmiş ve 1999 yılında yaşanan Brezilya krizi sonucu bu etki kalıcı nitelik almıştır. Brezilya krizinin etkisi ile 2000 yılında Arjantin uluslararası sermaye piyasalarından kaynak bulamaz duruma gelmiş ve 2001 yılında da sermaye çıkışına maruz kalmıştır. Mevduat çıkışının bankacılık kesimini güç duruma düşürmesini engellemek için Arjantin Aralık 2001 yılında mevduatları kısmi olarak dondurmaya karar vermiş aynı ayın sonunda da uluslar arası yükümlülüklerinin bir kısmını yerine getirmeyeceğini duyurmuş ve 2002 yılının ilk ayında da konvertibilite rejimini sona erdirmiştir[264]. Alınan bu karalar ile IMF ödemelerini durdurmuş ve neticede Arjantin parası pezo değer kaybetmiş ve bankacılık kesimi krize girmiştir. 1998–2002 döneminde Arjantin ekonomisi %20 oranında daralmış ve bunun ekonomi üzerinde ağır sonuçlar olmuştur. Arjantin krizinin nedenleri olarak aşırı değerli kur ve yüksek oranlı dış borçlar gösterilmektedir. Değerli kur, ihracatı azaltıcı etkisi ile dış ticaret dengesini bozarak ülke GSYİH' nın yarısına ulaşan dış borcunun faizini ödemek için dahi dış borca ihtiyaç duyar hale gelinmiştir.

Meksika ekonomisi uyguladığı iç finansal serbestleştirme politikaları ile tasarruflarını arttırmayı hedeflemiş ancak bu gerçekleşmeyince sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine bağlı olarak tasarruf açığını yurtdışı kaynak ile karşılama yoluna gitmiş, krizi yaşamış ve tequlia etkisi ile bölge ekonomilerini etkilemiştir. Böylece ekonomideki kalıcı istikrar sağlanamadıkça tasarruf yetersizliğinin sermaye girişlerinin ile karşılanmasının sermayenin kalıcı olmaması nedeniyle orta ve uzun vadede yabancı dış kaynağa bağımlılığın süreklilik gösteremeyeceği ve bölge ekonomileri için de istkrarsızlığın bir unsuru olabileceği ortaya çkmıştır.

3.3.2.Güneydoğu Asya Krizi

2008 yılından önce yaşanan en önemli bölgesel krizlerden biri de 1997 yılında yaşanan kısaca Asya krizi olarak bilinen Güneydoğu Asya krizi olmuştur. Avrupa ve Japonya'da 1990'ların başından itibaren görülen düşük büyüme oranları sonrasında, cazip yatırım imkanlarının azalması ile birlikte yatırım imkanları tasarrufların gerisinde kalmıştır[265]. Bu süreçte büyük miktarlara ulaşan küresel sermaye, kendilerine yeni

[264] Hacıhasanoğlu, a.g.e., 2005, s.52.
[265] Dış Ticaret Müsteşarlığı, "Doğu Asya Krizi", **DTM Ekonomik Araştırmalar Dairesi**, Dış Ticaret Dergisi Özel Sayı, Mart 1998, s.102.

pazarlar aramaya başlamış ve yüksek getiri sağlamak amacıyla, mevcut riskleri fazla göz önünde bulundurmadan Asya'da gelişmekte olan yeni piyasalara yönelmiştir.

1980'lerde Japon büyüme stratejisini örnek alan yeni sanayileşen Asya ülkeleri hızlı ekonomik büyüme örneği vermişlerdir. 1985-1995 döneminde kişi başına yıllık gelir ortalama olarak, Tayland'da %8,4, G:Kore'de %7,7, Endonezya'da %6, Malezya'da %5,7 artmıştır. Söz konusu dönemde dünya üzerinde kişi başına yıllık gelir artışı ortalama %0,4 iken GÜ'de %0,8 olmuştur[266]. Tayland, G.Kore, Endonezya ve Malezya'daki bu kişi başı gelir artışı, göreli olarak yüksek nüfus artış oranlarına rağmen sağlanmıştır.

Dışa dönük büyüme modeli olarak da adlandırılan Asya modeli, 1960'ların ithal ikameci kalkınma modellerine karşı geliştirilmiştir. Model, yerli sanayinin iç pazardan ziyade uluslararası pazarlar için üretim yapması için geliştirilmiştir. Asya ülkelerinde yüksek oranlı bir ekonomik büyümenin sağlanmasında ve sürdürülebilmesinde hızlı ihracat artışının büyük katkısı olmuştur. Tayland dışındaki ülkelerin 1990-997 döneminde, 1980-1990 dönemine göre daha yüksek ihracat artış oranları yakaladıkları gözlemlenmştir. İhracatın artış oranındaki en hızlı yükselme Endonezya'da olmuş, 1980-1990 döneminde ihracat yılda ortalama %2,9 oranında artarken, 1990-1997 döneminde %9,2 oranında artmıştır. 1990-1997 döneminde G.Kore'de ihracat artışı yılda ortalama %15,7 olmuştur. Yüksek büyüme hızları Asya ülkelerinde yapısal bir dönüşümü de beraberinde getirmiştir. 1980-1997 döneminde tarımın ekonomi içindeki ağırlığı hemen hemen yarıya düşmüş, hizmetler kesiminin ekonomi içindeki ağırlığı artmıştır[267]. Sanayi kesiminin GSYİH katkısında önemli yükselişler olmamasına rağmen, imalat sanayi özellikle Endonezya, Malezya ve Tayland'da GSYİH'nın artmasında önemli rol oynamıştır. Bu durum imalat sanayinin sanayi kesimindeki artan önemini göstermektedir.

Asya'da gözlemlenen yüksek oranlı ihracat artışının nedenlerin başında Asya ülkelerinin sabit kur rejimini benimsemeleri olmuştur. Yüksek döviz rezervlerinin varlığı nedeniyle sabit döviz kuru rejimi döviz dalgalanmalarından kaynaklanabilecek belirsizlikleri en aza indirerek uluslararası ticarette istikrarlı bir ortam sağlamıştır. İhracat artışlarının yükselmesine neden olan diğer bir gelişme de Yen'in Dolar

[266] IMF, **World Economic Outlook Reports**, Interim Assessment, Crisis in Asia: Reagional and Global Implications, 2007.

[267] Asomedya, **Ankara Sanayi Odası Yayını**, Sayı:Ocak 2002, s.29. Erişim: http://www.aso.org.tr/html/TUR/asomedya/ocak2002-ft.html (05 01 2008).

karşısında yaklaşık 20 yıl boyunca değer kazanması olmuştur. Asya ülkelerinin paralarını dolara sabitlemeleri ve yenin dolar karşısında değer kazanması, diğer Asya ülkelerinin ürünlerinin Japon malları ile uluslararası pazarlarda özellikle Japon ve ABD pazarlarında daha uygun koşullar altında fiyat rekabetine girmelerine olanak sağlamıştır[268]. Yen/dolar paritesinin G.Kore, Tayvan, Tayland ve Malezya'nın ekonomik büyümesi üzerinde etkili olmuş ve söz konusu ülkelerin ekonomilerinde Yen'in %10 değer kazanmasının ekonomik büyümeyi bir puan artırdığı tespit edilmiştir[269]. Yen'deki bu değerlenme Asya ülkelerindeki imalat sanayi için önemli fırsatlar sağlamıştır.

Asya'nın sergilediği yüksek ekonomik performansın ardında yabancı sermaye girişlerinin olduğu ve bu nedenle diğer GOÜ'in de sermaye hareketlerini serbestleştirici adımlar atmaları gerektiği görüşleri ileri sürülmüştür. Bu görüşler, yabancı sermaye yatırımlarının hacmini arttırmış, yatırımlardaki artış ekonomik büyümeye, ekonomik büyüme de bu ülkelere daha fazla yabancı sermaye girmesi döngüsüne neden olmuştur. Yabancı sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasındaki döngü Asya'daki hızlı ekonomik büyümeye katkıda bulunmuştur. Böylece Asya ülkelerine yönelik sermaye hareketleri, 1990'larda önemli ölçüde artmıştır.

Asya ülkelerinde yaşanan bu hızlı sermaye girişlerinin en önemli nedenleri şöyle özetlenebilir: 1990'larda IMF ve WTO, finansal piyasalarını serbestleştirme ve deregüle etmeleri için Asya ülkelerine telkinde bulunmaktadırlar. Özellikle Tayland ve G.Kore üzerinde yoğunlaşan telkinler sonucu bankacılık ve finans kesimindeki gerçekleşen serbestleştirme ve deregülasyon, bankaların dışarıdan borçlanma olanaklarını arttırmıştır. Özellikle Tayland ve G.Kore bankalarının dış borçlanmaları ve döviz yükümlülükleri artmıştır. Döviz yükümlülüklerindeki bu artış, bankacılık ve finans kesiminin üstlendiği döviz kuru riskini de arttırmıştır. G.Kore biraz geriden gelmekle birlikte, Asya ülkeleri hızla iç finansal piyasalarını deregüle etmişler ve sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamaları kaldırmışlardır. Diğer taraftan dolara endeksli sabit kur rejimi de sermaye girişlerini artırmıştır. Bu ülkelerin paralarının değerlerinin dolar karşısındaki istikrarı, hem DYY hem de PY için önemli olmuştur. Çünkü böylece yatırımcılar ve borçlananlar açısından devalüasyon riski çok düşük kalmıştır. Ekonomik büyüme devam ettiği sürece de kredi riski, çok düşük olmuştur. 1996 yılında Asya ülkelerinde sermaye girişlerinde yaşanan artışın bir nedeni olarak da Latin Amerika

[268] Jan A. Kregel, "East Asia is not Mexico: The Difference Between Balance of Payments Crises and Debt Deflations", **The Jerome Levy Economics Institute Working Paper**, No: 235, 1998, s.20.
[269] Ito Takatoshi, "Capital Flows in Asia", **NBER Working Paper Series**, No: 7134, 1999, s.12.

ekonomilerinde yaşanan kriz nedeniyle çıkan sermayenin Asya'ya yönelmesi de gösterilemektedir. Artan cari işlemler açıklarını azaltmak için birçok Asya ülkesinde uygulanan sıkı para politikalarının neden olduğu yüksek faiz oranları da diğer bir neden olarak sayılabilmektedir.

Krizden en çok etkilenen ülkelerin başında gelen Tayland, Endonezya, Malezya, Filipinler ve G.Kore'ye giren yabancı sermaye 1980-1990 döneminde 150 milyar dolar iken, 1990-1996 döneminde 288 milyar dolara yükselmiştir. Bu ülkelere, yalnız 1996 yılında giren net yabancı sermaye 73 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir[270]. Bu artışla birlikte önemli olan vadelerdeki değişikliktir. Kısa vadeli olarak nitelendirilebilecek sermaye hareketlerinin PY içersindeki payı %80'lere çıkmıştır[271]. Güney Doğu Asya ekonomilerinin büyüme hızlarında 1995-1996 yıllarında düşüşler gözlemlenmeye başlamıştır. Büyüme oranındaki düşüşlere ihracat artış oranında meydana gelen yavaşlama neden olmuştur. İhracat artış oranındaki yavaşlamanın temel nedeni ise yenin dolar karşısında 1995-1997 döneminde değer kaybetmesidir. Yendeki değer kaybı, Asya ülkelerinin ihraç ürünlerinin fiyat rekabetini olumsuz yönde etkilediği gibi Asya ülkelerine yapılan Japon DYY ve PY artış hızını da yavaşlatmıştır. Ancak bu dönemde, Asya'ya dünyanın diğer bölgelerinden sermaye hareketi devam etmiştir.

Doların yen karşısında değer kazanması, değeri sabit tutulan Asya paralarının da değer kazanmasına yol açmıştır. Paralarını dolara bağlayan Asya ülkeleri, paralarındaki aşırı değerlenmeyi önlemek için döviz piyasalarına müdahale etmişlerdir[272]. Böylece piyasalara yapılan müdahaleler sonucu, Asya ülkesinde döviz rezervleri artmış ancak bu merkez bankalarının nominal döviz kurlarını istikrar içinde tutma girişimleri, yerel paraların değer kazanmasına ve rekabet gücündeki kayıplara engel olamamıştır. Rekabet gücündeki kayıplar ise ihracat yoluyla cari işlemler açıklarında artışlara neden olmuştur.

Asya ülkelerine yönelik sermaye hareketleri olumsuz etkilerini de beraberinde getirmiştir. Dış ticarete konu olmayan malların fiyatlarında artış gerçekleşmiş ve bu fiyat artışları, varlık spekülasyonuna ve özellikle gayrimenkul piyasalarında spekülatif bir balona yol açmıştır. Aşırı döviz arzı ülke paralarının aşırı değerlenmesine nede olmuş

---

[270] Asomedya, a.g.e., 2002,s.36.

[271] Eddy Lee, "The Asian Financial Crisis: Origins and Social Outlook", **International Labour Review**, Vol:137, 1998, s.84.

[272] Asomedya, a.g.e., 2002, s.39.

ve bu durum uluslararası rekabet gücünü, ihracat artış hızını ve ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemiştir. Bu ülkelere yönelik sermaye hareketleri, ülke bankalarının açtıkları kredilerde artışa yol açmış ve yatırım oranları ve mal ithalatı artarak cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilenmiştir. Bu olumsuz etkiler, sermaye girişlerinin bazı ülkelerde daha büyük sorun oluşturacak hacimlere ulaşmasıyla derinleşmiştir. Tayland ve Malezya'da sermaye girişleri GSYİH'nın %10'unu aşacak boyutlara ulaşmış ve sermaye girişleri karşısında, ulusal paraların aşırı değer kazanmasını önlemek giderek güçleşmiştir[273]. Sermaye girişleri, Tayland'da rezervlerin artmasına yol açmıştır. Tayland ve Malezya gayrimenkul piyasalarındaki aşırı yatırımlara ve fiyat artışlarına kısmen de olsa yabancı sermaye girişlerinin neden olduğu öne sürülmüştür.

Sermaye girişlerindeki artışın neden olduğu rezerv artışı, döviz kurunda istikrar beklentilerini pekiştirerek kur riskinin düşük algılanmasına yol açmıştır. Diğer yandan, merkez bankalarının dolara karşı yerel paraların değer kazanmasını önleme girişimleri, bir yandan rezervlerin artmasına diğer yandan da likiditeyi artırarak iç piyasada kredi genişlemesine yol açmıştır. Asya ülkelerine giren spekülatif amaçlı sermaye, yerli finansal varlıkların fiyatını yükselterek finans piyasalarında spekülasyona açık suni bir artışa neden olmuştur. Sermaye hareketlerinin, Asya ülkelerindeki ekonomik büyüme üzerinde olumlu katkıda bulunmakla beraber ülkeye giren yabancı sermayenin yüksek tutarlarda ve özellikle kısa vadeli olmasının para politikasını etkisiz hale getirmiştir. Söz konusu ülkelerdeki cari açıklar yüksek olmadığı için, yüksek hacimli sermaye girişi yerli paranın değerlenmesi yönünde baskı oluşturmuş ve sabit döviz kuru rejiminin sürdürülmesini güçleştirmiştir. Büyüme oranındaki yavaşlama ile önce kısa vadeli dış borçlanmaya giden finans kurumlar ve firmaları etkilenmiştir.

Asya krizi Tayland'ın, ulusal para birimi olan Bahtı 2 Temmuz 1997 tarihinde devalüasyonu ile bölge ekonomilerine yayılmıştır[274]. Böyle bir krizin önceden tahmin edilememiş olması, krize uğrayan ülkelerin reel ekonomilerinde bir problem bulunmaması da göz önüne alınarak, hem uluslararası finansal sistemi yönetimi ve

[273] Takatoshi, 1999, a.g.e., s.5.

[274] 1997 başlarında, G.Kore'de de büyük "chaebol"ler birbiri ardına iflas etmeye başlamıştır. Aynı dönemde Tayland'da, ülkenin "Finans One" adlı en büyük finans kuruluşu mali sıkıntıya düşerek, batınca, Tayland bahtına karşı spekülatif akınlar başlamıştır. İlk bir kaç akın atlatılmışsa da, bahtın savunulması Tayland Merkez Bankası rezervlerinin tükenmesine neden olmuştur. Haziran 1997 sonlarında yeniden güç kazanan spekülatif akımlar karşısında Tayland Merkez Bankası 02 Temmuz'da bahtı dalgalanmaya bırakmıştır. Tayland bahtının devalüasyonu, bölgedeki diğer ülkeleride etkileyerek bir devalüasyon dalgasını başlatmıştır. Ayrıntı için Lee, a.g.e., 1998.

denetimi sorununu hem de krizde önemli rol oynayan spekülatif sermaye hareketlerini gündeme taşımıştır. Bahtın serbest bırakılması ile birlikte tetiklenen parasal bunalım bölge ülkelerine hızla yayılmış ve döviz kurlarındaki değer kaybının beklentileri aşması sonucunu doğurmuştur. Haziran 1997'den Aralık 1997 yılının sonuna kadar geçen dönemde dolar Endonezya Rupiahı karşısında %140, G.Kore Wonu ve Tayland Bahtı karşısında %80'den fazla, Malezya Ringgiti ve Filipin Pesosu karşısında ise %50'den fazla değer kazanmıştır. Amerikan doları, Singapur ve Tayvan dolarları karşısında %20 değer kazanmıştır. Krizden en az etkilenen para birimleri, dolara karşı nominal döviz kurunu sabit tutmayı başaran Hong Kong ve Çin ulusal paraları olmuştur. Kriz sonucunda, Hong Kong, Endonezya, G.Kore ve Tayland borsalarında 1997 yılında meydana gelen toplam sermaye kaybı 200 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır[275]. Asya'ya yönelik sermaye girişleri 110 milyar dolardan 14 milyar dolara düşmüş ve Asya'ya net PY 1990'dan sonra ilk kez 1997'de eksiye dönmüştür. Krizden en yoğun biçimde etkilenen ülkeler olan Endonezya, G.Kore, Malezya, Tayland ve Filipinler'de 1997 yılında 11 milyar dolar net özel sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu ülkelerde yön değiştiren sermaye miktarı, 1996-1997 döneminde 105 milyar doları bulmuştur. Sadece Endonezya'da tersine dönen sermaye miktarı 22 milyar dolar olmuştur. Bu ülkelere 1996 yılında 93 milyar dolar sermaye girişi gerçekleşmişken, 1997 yılında 12 milyar dolar çıkış yaşanmıştır[276]. Yaşanan krizin bölge ülke ekonomileri üzerindeki etkisi çok ağır olmuştur.

[275] Atilla İlyas İmraher, Asya Krizi: Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri, , **İTO Yayınları**, No:1998(47), İstanbul, 1998, s.27.

[276] Steven Radaletve Jeffrey D. Sachs, "The Onset of East Asian Financial Crises", 1998. Erişim: http://pdf.dec.org/pdf_docs/pnacc340.pdf (27 02 2008).

Tablo 3.7: Asya Ülkelerinin Kriz Öncesi ve Sonrası Temel Ekonomik Göstergeler (%)

	1995	1996	1997	1998	1999
Endonezya					
Büyüme (Reel)	8,2	8	4,5	-13,1	0,8
Cari İşlemler Dengesi	-3,3	-3,2	-2,7	4,2	4,1
Kamu Dengesi	0,8	1,2	-1,1	-2,3	-1,5
Kamu Borcu	30,8	23,9	72,5	53,3	44,4
Kore					
Büyüme (Reel)	8,9	6,8	5	-6,7	10,9
Cari İşlemler Dengesi	-1,7	-4,4	-1,7	12,7	6
Kamu Dengesi	1,3	1	-0,9	-3,8	-2,7
Kamu Borcu	8,4	8	10,4		
Malezya					
Büyüme (Reel)	9,8	10	7,3	-7,4	5,8
Cari İşlemler Dengesi	-9,7	-4,4	-5,9	13,1	15,9
Kamu Dengesi	2,2	2,3	4,1	-0,4	-3,7
Kamu Borcu	41,1	35,3			
Tayland					
Büyüme (Reel)	9,3	5,9	-1,4	-10,8	4,2
Cari İşlemler Dengesi	-7,8	-7,9	-2,1	12,8	10,2
Kamu Dengesi	3	2,5	-0,9	-2,6	-2,9
Kamu Borcu	4,6	3,7	4,6	10,8	20,4

Kaynak: Ortiz Guillermo, "Recent Emerging Market Crises-What have we learnt?", Per Jacobsson Lecture, Basle, Switzerland, 2002, s.61. Erişim: http://www.perjacobsson.org/lectures/2002-ortiz.pdf. (26 03 2008).

Asya krizinin nedenleri konusunda farklı görüşler olmasına karşın krizin nedenlerini 1990 sonrası gerçekleştirilen finansal serbestleştirmede aranması konusunda görüşler ağırlıklı olmuştur. Krizi yüksek hacimli sermaye çıkışlarının derileştirdiği de öne sürülmektedir[277]. Diğer bir görüş ise sermaye hareketlerinin yüksek miktarlara ulaşmasını bölgeye özgü varolan zımni bir kurtarma garantisine indirgemiş ve bu garanti nedeniyle finansal kurumlar riskli kredilere yönelebilmiştir[278]. Krugman'nın da içinde bulunduğu bu görüşü savunanlara göre kredi genişlemesi ile beraber finansal deregülasyon nedeniyle finansal kurumların denetlenememesi moral hazard problemini artırmıştır ve finansal sistemde riskli krediler sonucu krizin başlaması ile yoğun sermaye çıkışları olmuştur[279].

Kaminsky ve Reinhart'ın Latin Amerika ve Asya finansal krizlerine ilişkin yaptığı çalışmalara göre kriz kapsamındaki ülke ekonomilerinde kriz öncesi benzer

[277] Steven Radalet ve Jeffrey D. Sachs, "Asia's Reemergence", **Foreign Affairs**, No:76, 1999, s.47.
[278] Paul Krugman, "What Happened to Asia", **MIT Press**, 1998, s.23. Erişim: http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html. (03.19.2007).
[279] Özel, a.g.e., 2005, s.93.

durumların yaşanmadığı öne sürülmüştür. Ancak genel olarak sermaye hareketlerinde olan artışlar ve kredi mekanizmalarının genişlemesi sonucu ekonomik faaliyetlerin artmasının ardı sıra yaşanan durgunluk sonrası krizlerin ortay çıktığı ileri sürülmüştür[280]. Bankacılık kesimindeki mevduat garantileri, zayıf denetim ve moral hazad problemleri kredi hacmini genişletmekte ve krizler ulusal paranın aşırı değerlenmesi, ihracatın azalması ve finansal aktif fiyatlarındaki artış sonrası şişen fiyatların patlaması neticesinde ortaya çıkmaktadır. Sermaye hareketlerinden Asya ülkelerine yönelik olanları DYY türünden olmuş PY ile Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (KVSH) türünden olanları ise daha düşük seviyede kalmıştır. Tersi olarak Latin Amerika ülkelerine yönelik olanlar ise bölge ülkelerinin nispeten daha düşük büyüme hızlarına sahip olmaları ve enflasyon sorunları nedeniyle DYY türünde olan sermaye hareketleri nispi olarak düşük kalmış ve PY ile KVSH önemli hacimlerde gerçekleşmiştir.

Tablo 3.8: Asya ve Latin Amerika: Yakınsama İşaretleri

	1986–1995		**1996**	
	Asya	**Latin Amerika***	**Asya**	**Latin Amerika***
GSYİH (Reel)	7.0	3.3	7.1	4.9
Enflasyon (%)	6.3	429.2	5.6	10.9
DYY / PY+KVSH (%)	**77.2**	**42.2**	**61.8**	**110.5**

Kaynak: Graciela L. Kaminsky ve Carmen M. Reinhart, "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", **The American Economic Review**, Vol:88, No:2, 1998, s.444. Aktaran: Güven Delice, "Asya ve Latin Amerika'da Yaşanan Finansal Krizler: Geçmişi ve Bugünü", **C.Ü. İİBF Dergisi**, 1999, s.357.

Ancak Asya krizi öncesi 1996 yılı ile beraber bölge ülkelerinin özellikle kısa vadeli faiz oranlarını yüksek tutmaları ve böylece önemli oranda KVSH çekmeleri sonucu Latin Amerika ile farklılık ortadan kalkmıştır[281]. Aynı dönemde uygulanan istikrar programları ile Meksika krizinin olumsuz etkilerine rağmen Latin Amerika ekonomisi yüksek büyüme ve düşük enflasyon performansı göstererek DYY'ın artmasını sağlayabilmiştir[282]. Bu durum göstermektedir ki Latin Amerika'da finansal serbestleşme sonrası yaşananlar Asya'da da yaşanmıştır.

[280] Graciela L. Kaminsky ve Carmen M. Reinhart, "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", **The American Economic Review**, Vol:88, No:2, 1998, s.444.

[281] Malezya ve Tayland gibi ülkelerin sterilasyon müdahaleleri ile faiz oranlarını uluslararası faiz oranlarından yüksek tutmaları ve böylece sermaye girişlerinde artışın gerçeklemesi bu bulguları kanıtlamaktadır. Ayrıntı için Peter J. Montiel ve Carmen M. Reinhart, "The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the1990s", S. Griffith-Jones ve M.Montes (Ed.), **Short-Term Cpital Movements and Payments Crises**, Oxford University Pres, 1998.

[282] Kaminsky ve Reinhart, a.g.e., 1998, s.446.

3.3.3. 2008 Küresel Krizi

Başlangıcında farklı görüşler ileri sürülmüş olsa da 2008 küresel krizinin önceki krizlerden ayırt edici özeliği tam anlamıyla küresel nitelikte ve bütün ülkeleri az ya da çok etkilemiş olmasıdır. IMF göre de 2008 küresel krizi 1929 Dünya Buhranın'dan sonra küresel ekonominin yaşadığı en kapsamlı ve ciddi ekonomik krizdir. Ancak 1929 yılında başlayan ve etisini yaklaşık 10 yıl sürdüren krizin etkisi sermayenin ve dış tacaretin ulaşabildiği alanlarla sınırlı kalırken literatürü gittikçe genişlemiş kriz öngrülerinin ortaya koyamadığı 2008 krizi, sermaye hareketleri ve dış ticaretin neredeyse küresel ölçekte serbestleştirilmesi nedeniyle tüm dünyayı etkileyebilmiştir.

2008 yılı sonunda önce ABD'de ortaya çıkan sonrasında dünyaya yayılan küresel krizin temelinde yasal zemine oturmuş ve düzenli olarak işleyen konut kredisi sisteminde yaşanan sorunlar ve kredi balonu vardır[283]. ABD'de konut kredisi veren kuruluşlar kredi karşılığında teminat olarak aldıkları ipotekleri menkul kıymete dönüştürerek tahvil yolu ile ihraç edebilmekte ve bu menkul kıymetleri yatırım araçlarına dönüştürerek fon ihtiyacını karşılamak için piyasaya sürebilmektedirler. Aracı kurumlar bu tahvilleri fon olarak toplayabilmekte ve topladıkları bu fonlara dayalı yeni kredi açabilmekte bankalar ise verdikleri kredi alacaklarını karşılık göstererek varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilmektedirler. Böylece konut kredisi ile oluşturulan fonlar bankalar tarafından aracı kuruma satılmış ise aracı kurumdan, yatırımiçin satılmış ise yatırım yapandan nakit akışı sağlanarak tekrar kredi olarak kullandırılabilmektedir. Sistemin bu şekilde türev ürünler ile büyümesi bu ürünlerin ABD dışında dünya piyasalarına yayılmasına sebep olmuştur[284]. ABD konut piyasası böylece yaklaşık 10 trilyon dolarlık hacmi ile dünyanın en büyük piyasasına dönüşmüştür.

Konut kredi sisteminin türev ürünlerle işletildiği dünya ekonomisinin beşte iki büyüklüğündeki ABD ekonomisi 1990'lardan 2000 yılına kadar yüksek oranlı büyüme performasını teknoloji ve verimlilik temelinde üretim yapısı ile gerçekleştirirken tüketim harcaması ağırlıklı yapısınıda sürdürmüştür. Böylece oluşan dış ticaret açığını yüksek büyüme ve vergi gelirleri sonucu oluşan bütçe fazlası ile dengeleyebilirken faiz oranları düşük düzeylerde gerçekleşebilmiştir. Faiz oranlarının düşük düzeylerde olması bir

[283] Eğilmez, a.g.e., 2009, s.66.
[284] Sefer Şener, "Ekonomi Gündemi", **Yönetim Bilimleri Dergisi**, Sayı:7, 2009, s.27.

taraftan büyüme hızını olumlu yönde etkilerken diğer taraftan da hisse senedi piyasalarında yükselişlere neden olumuştur. 2000 yılı ile beraber ABD ekonomisinde aşırı yükselen hisse senedi piyasa değerlerinin ÇUF hesapları hakında çıkan söylentilerin katkısı ile hızla düşmeye başlamıştır. Buna 11 Eylül ikiz kuleler olayının yarattığı güvenlik skandalının eklenmesi ile ABD ekonomisi 2001 sonu itibari ile resesyona girmiştir (Tablo:3.3). ABD ekonomisi yaşanan resesyondan çıkabilmek için vergi oranlarında indirim yoluna gitmiş bu uygulanan yeni ekonomi politikası ile yapısal özellik kazanan hem bütçe hem de dış ticaret açıkları oluşmuştur. Ancak ABD tahvillerine özellikle Aya ülkeleri ve Çin'den gelen talep ile faiz oranları artmamıştır[285]. Gerçekte 2008 küresel krizinin temellini oluşturan ise bu dönemde ABD ekonomisinin resesyondan çıkabilmek için uygulamaya koyduğu bir diğer iktisat politikası olan düşük gelir grubuna da konut kredisi uygulamasına başlamasına yönelik düzenlemelerdir.

Prime mortgage olarak bilinen yüksek kaliteli gelir grubuna yönelik konut kredi sisteminin uygulanan yeni düzenler ile düşük kaliteli gelir grubuna da açılması subprime mortgage olarak adlandırılan yeni kredi mekanizmasını ortaya çıkarmıştır. ABD uygulamaya koyduğu bu kredi mekenizması ile başlangıçta inşaat sektöründe talebin canlanacağını ve projelerin tamamlanması ile de tüketim talebinin canlanarak büyümenin eski düzeylerine ulaşabilmesini hedeflemekteydi. Düşük faiz oranlarında kullanılan kredilerin sağlanacak büyüme ile geri ödenmesinde herhengi bir sorun oluşturmayacağı öngörülmüş ve 2005 yılına kadar da düşük faiz oranları desteklenerek yüksek miktarlarda kredi kullanımları gerçekleşmiştir. Ancak kullanılan kredilerin büyük çoğunluğu değişken faizli krediler türünden olmuş ve faiz oranarındaki artışlarla beraber konut piyasası fiyatlarındaki düşüşler kullanılan kredilerin geri ödenmesinde sorunların yaşanmasına neden olmuştur. Subprime mortgage kredilerinin ABD'deki hacmi 2008 yılına gelindiğinde ise 1,5 trilyon dolara ulaşmıştır[286]. Bu ortamda ABD ekonomisinin dış açıkları artmış ve temel ekonomik sorunu halini almıştır. Ancak ABD ekonomisinin 7 trilyon dolara yaklaşan yüksek dış açığına rağmen bunun sürdürülebilir olması Çin ekonomisinin ticaret fazlasına sahip olarak ABD tahvillerini talep etmesine bağlı olmuştur. Çin'in ABD tahvilerini tercihi ise tahvillerin faiz oranlarından ziyade dış ticaretinin büyük kısmını gerçekleştirdiği ABD parası doların güçlü tutularak Çin parası

[285] William R. Cline, "Trade, Finance and the Global Recession", **Peterson Institute for International Economics**, 2009, ss.1-3.
[286] Eğilmez, a.g.e., 2009, ss.66-67.

Yuan'ın düşük kalarak ihracatın desteklenmesi amaçlıdır. Böylece başta Çin olmak üzere Asya ülkelerinden ABD'ye sermaye girişleri gerçekleşebilmektedir.

Tablo 3.9: Seçilmiş Makroekonomik Göstergeler-ABD

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
GSYİH (Artış %)	4,8	4,1	1,1	1,8	2,5	3,6	3,1	2,7	2,1	0,4	-2,7
Enflasyon (%)	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,4
Cari **Açık/GSYİH**	-3,2	-4,2	-3,9	-4,3	-4,7	-5,3	-5,9	-6,0	-5,2	-4,9	-2,6
İşsizlik (%)	4,2	4,0	4,7	5,8	6,0	5,5	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3
Bütçe D./GSYİH	0,8	1,6	-0,4	-3,7	-4,8	-4,3	-3,2	-2,2	-2,8	-5,9	-12,5

Kaynak: IMF, **World Economic Outlook Database**, October 2009, erişim:http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/weoselser.aspx?a=&c=111&t=1 (29.12.2009).

ABD ekonomisinde subprime motgage kredilerinin büyümesi bu kredilere dayalı olarak gerçekleştirilen türev ürünleri de artırmakta ve risklerin dünya ölçeğinde alışverşi ile devri mümkün olabilmektedir. Kredi kuruluşlarının riski devredebilmesi ise daha fazla risk üstlenerek kredi yaratma ve bu yolla türev ürünlerin büyümesini sağlayan bir dinamiğin oluşumuna neden olmuştur. Biriken bu yüksek riskli fonlardan sadece biri olan hedge fonlar 2000 yılında yaklaşık 500 milyar dolar iken 2007 yılında 2 trilyon doları aşmıştır. Tüm dünyada işlem gören finansal araçların piyasa değeri ise 2002 yılı sonunda ABD ekonomisinin yaklaşık 9 katı olan 142 trilyon dolar[287] iken 2007 yılında 610 trilyon doları aşmıştır[288]. Bu miktar, ABD ekonomisinin yaklaşık 46, dünya üretiminin ise yaklaşık 11 katına yakındır. Bu likidite genişlemesine neden olan diğer unsurlar ise 2001 yılın sonrası artan emtia fiyatları özellikle petrol ihraç eden ülke kaynaklı likidite artışı ile Çin gibi cari fazla veren ülkelerin yarattığı yeni yatırım alanları arayışları olmuştur. Böylece risk faktörünü göz ardı ederek yüksek kar güdüsü ile hareket edenler reel ekonomik faaliyetlerin finansmanının üzerinde likidite bolluğunun daha da genişlemesine neden olmuşlardır. Sermaye hareketlerinin yüksek hacimlere ulaştığı ve volalitesinin arttığı bu süreçten kaynak yetersizliği çeken GOÜ yeterince yararlanabilirken cari fazla veren ülkeler de oluşan fonlardan yeterince yararlanma imkanı elde edebilmişlerdir. Tüketiciler ise bu ortamda ucuz maliyetli kredi kullanabilme imkanı bulabilmişlerdir.

[287] New York Times, "Greenspan Discusses Risk Of Derivatives", 9 Mart 2003, erişim: http://nytimes.com/2003/05/09/business/greenspan-discusses-risks-of-derivatives.html?Pagewanted=1 (28.12..2009)

[288] The Wall Street Journal, 16 Kasım 2008, s.1

Dünya piyasalarında oluşan bu likidite bolluğu ortamı ile ABD ekonomisinin cari açıkları giderek artarken, oluşan cari açık sermaye hareketleri ile finanse edilebilmiştir. Ancak dış denge sorununa yönelik olarak uygulanan bu geçici çözümün sürdürülemez olduğu göz ardı edilmiştir. 2006 yılı ile beraber konut fiyatlarındaki artışın durması hatta ABD'nin belirli bölgelerinde gerilemeye başlaması yüksek risk grubuna açılan subprime mortgage kredilerini kullananların konutlarını satsalar dahi kredileri geri ödeyemeyecek duruma gelmelerine neden olmaya başlamıştır. Bunu kredi kullandıranların konutlara el koyarak nakte dönüştürmek istemeleri takip etmeye başlayınca konut arzı artışı konut fiyatlarını düşürmeye, el koymalar ise giderek artırmaya başlamıştır. Böylece oluşturulan subprime mortgage sistemi tersine işlemeye başlamıştır. Kullandırılan kredilerin türev ürünler ile bileştirilerek tekrardan satılabilmesi oluşan zarardan kimlerin ne derece etkilendiğinin belirlenebilmesini olanaksız hale getirmiştir. Yatırımcıların ellerinde tutukları ipotekli konut kredilerine dayalı türev ürünler nedeniyle tüm dünyada zararlar oluşmaya başlamıştır. Finansal piyasalarda oluşan güvensizliğe yatırımcıların fonlardanki paralarını çekmek istemeleri eklenince likidite yetersizliği ciddi sorun olmaya başlamış ve birçok aracı kurumu iflasın eşiğine getirmiştir[289]. ABD'de bu duruma düşen Lehman Brothers'ın kurtarılmayacağının açıklanması ile sorun tümüyle ortaya çıkmış ve zararın boyutlarının büyüklüğü anlaşılmaya başlanmıştır. 2007 yılında 610 trilyon doları aşan dünyada işlem gören finansal araçların piyasa değeri 2008 yılının Ekim ayı başında 531 trilyon dolara gerilemiş ve kredi balonu patlamıştır.

2008 küresel krizi ABD'de başlamış ve başta Avrupa olmak üzere dünya finansal piyasalarını derinden etkilemiştir. Avrupa banklarının krizden önce etkilenmelerinin altında finansman sistemlerinde ortaya çıkan kayıplarını göstermek zorunda kalmaları yatmaktadır[290]. Avrupa bankaları bankalararası kredi açmada çekingen kalmış ve sermayelerini hazine bonolarına kaydırmışlardır. Ucuz kredi imkanı ile oluşan fonların türev ürünler ile yaratılan finansal araçlardan çıkmaları ve pozisyon kapatmaları Asya hisse senedi piyasalarını da olumsuz etkilemiştir[291]. Böylece ucuz finansman ihtiyacının ortadan kalkması ile GOÜ olumsuz yönde etkilenmişlerdir. 2008

[289] Wim Naude, "The Financial Crisis of 2008 and the Developing Countries", **United Nations University**, Discussion Paper, No:1, 2009, ss.1-3.

[290] Patric Roy, The Financial Crisis Intensifies and Spreads, **Federal Reserve Bank of Dallas**, 30 October 2008, erişim: http://dallasfed.org/institute/update/2008/int08.cfm (29.12.2009).

[291] Dirk W. Velde, "The Global Fnancial Crisis and Developing Countries", **Overseas Development Institute**, October 2008, s.1.

küresel krizi başta dünya ekonomisi olmak üzere bölgesel etkilerini halen sürdürmektedir.

3.4.Sermaye Hareletlerinin Ülke Örneklerinde Dış Denge Sorunsalına Yönelik Reel Ekonomik Etkisi

Ekonominin küreselleşmesinin, sermayenin serbestçe dolaşımını kolaylaştırdığı ve sermaye hareketlerinin artması yoluyla ekonomik büyümeye ve üretim ile dış ticaret hacminin genişlemesine olumlu katkıda bulunduğu genel kabul görmektedir. Ancak, kriz zamanlarında sermayenin daha çabuk ülke dışına çıkması ile krizlerin diğer ülkelere yayılmasına neden olduğu yaşanmış ve içinde bulunduğumuz dönemde yaşanan bir gerçektir. 1980 sonrası birçok ülkede yaşanan finansal serbestleşme süreci 1989 yılından sonra doğu bloğunun çöküşünün ardından, 1990'lı yıllardan itibaren özellikle yükselen piyasalar olarak da bilinen GOÜ yönelik sermaye hareketlerinin artmasına neden olmuştur. Küreselleşme ile beraber teknolojik ilerleme ve iletişim teknojilerinin sağladığı olanaklar ile daha yüksek yaşam standartları için ekonomik kalkınma hedefinde olan GOÜ ihtiyaç duydukları tasarruf açıklarını yabancı sermaye ile kapatmaya yönelmişlerdir. Ancak sermaye hareketlerinin ekonomik etkisinden yine birçok ülke kendisine düşen payı almıştır.

Dış ticaret ile finansal serbestleşme sonrası sermaye hareketlerinin yoğunlaştığı dönemlerde GOÜ içersinde Latin Amerika ve Asya bölge ekonomileri kürese sermayeden hacim olarak yüsek paylar almıştır. Ekonomilerinin dışa açarak finansal sebestleştirme sürecine hemen hemen aynı dönemde başlamış bölge ekonomilerinden Brezilya ile G.Kore ekonomisi de sermaye haretlerinden etkilenmiştir. Brezilya ve G.Kore ekonomileri ile beraber Çin ekonomisi de son dönemde gösterdiği ekonomik gelişmeler ve maruz kaldığı sermaye girişleri ile dikkat çekmektedir. Brezilya ve G.Kore ülkelerinin bulunduğu bölge ekonomilerinin yaşadığı ekonomik krizlerin dinamikleri sermaye hareketlerinin neden olduğu ekonomik krizler başlığında ele alınmıştı. Burada bu ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin dış denge sorunsalına yönelik reel ekonomik etkisi incelenecektir.

3.4.1.Brezilya

Latin Amerika'nın en büyük ekonomisine sahip olan Brezilya, aynı zamanda hem dünyanın ilk on ekonomisinden biri hem de dünyanın beşinci en kalabalık nüfuslu

ülkesidir. Bu konumu ile Brezilya ekonomisi 1993-1997 yılları arası gösterdiği istikrarlı büyüme performansı dışında 2004 yılına kadar iniş çıkışlar göstermiş ve 1989-2003 yılları arasında uzun dönem büyüme ortalaması %2,2'de seyretmiştir. 2004-2008 yılları arasında ise yıllık büyüme ortalaması yüzde 4,5'ler civarında gerçekleşmiştir. 2007 yılında iç talep artışı ile %5,4 büyüme performansı gösteren Brezilya ekonomisi 2008 yılında küresel krize rağmen büyümesini bir önceki yıla yakın %5'in üzerinde gerçekleştirebilmiştir. IMF verilerine göre 2009 yılında beklenen büyüme oranı ise %3'ler civarındadır.

Tablo 3.10: Büyüme, Dış Denge ve Üretim – Brezilya

	GSYİH (Artış %)	Cari Açık (Milyon $)	Cari Açık/ GSYİH	Dış Tic. Dengesi (Milyon $)	Sermaye Hareketleri (DYY+PY-Net, Milyon $)	S.Üretimi (Endex)
1989	3,2	1034	0,2	16112	187	77,8
1990	-4,2	-3785	-0,7	10747	836	70,9
1991	1,0	-1405	-0,3	10578	3897	68,9
1992	-0,5	6145	1,4	15239	9290	66,1
1993	4,9	-0.592	-0,1	14329	13123	71,3
1994	5,9	-1681	-0,3	10861	46767	76,8
1995	4,2	-18384	-2,4	-3157	12710	78,2
1996	2,2	-23502	-2,8	-5453	32499	79,2
1997	3,4	-30452	-3,5	-6652	28666	82,6
1998	0,0	-33416	-4,0	-6603	47611	80,9
1999	0,3	-25335	-4,3	-1261	30686	80,4
2000	4,3	-24225	-3,8	-698	37453	85,7
2001	1,3	-23215	-4,2	2650	24792	87,1
2002	2,7	-7637	-1,5	13121	8990	89,5
2003	1,1	4177	0,8	24794	15202	89,5
2004	5,7	11679	1,8	33666	3945	96,7
2005	3,2	14193	1,6	44703	17434	100,0
2006	3,8	13621	1,3	46457	153	102,9
2007	5,4	1712	0,2	40032	75909	108,9
2008	5,2	-29215	-1,8	24836	25734	112,1
2009*	3,5[1]	-32412[1]	-2,0[1]	3010[2]	1726[2]	106,5[3]

* [1] Tahmin (2009), [2] Q1 2009, [3] Q3 2009.

Kaynak: IMF, **World Economic Outlook Database**, October 2008, erişim:http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/weoselgr.aspx (17.11.2008) ve IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008; 23.12.2009).

Brezilya 1989 yılında dış ticareti serbestleştirme programına başlamış ve ihracat performansını yükseltmeyi hedeflemiştir. 1991 yılından sonra NAFTA ve AB'nin ardından dünyada en büyük MERCOSUR (Mercodo Commun de Sur) Güney Ortak Pazarı adıyla Gümrük Birliğinin oluşturulmasıyla, Arjantin, Paraguay ve Uruguay ile olan tarife ve tarife dışı engellerin kaldırılmasına önem verilmiştir. MERCOSUR

Anlaşması ile 1995 yılında dört üye ülke, bölge içi ticaretin %90'ında tarifeleri kaldırarak, ithalatın %85'ini kapsayan Ortak Gümrük Tarifesini (CET) kabul etmişlerdir[292]. Brezilya ekonomisi bu birliğin kurulmasının da etkisi ile 1995 yılına kadar dış ticaret fazlası verebilmiştir. 1994 yılında ulusal paranın değer kazanmasının etkisi ile yurtiçi talep genişlemiş ve gelecek üç yılda yüksek oranlı ithalat artışları gerçekleşmiştir. 1995 yılında dış ticaret açığı 3,2 milyar dolar iken, 1997 yılında 6,6 milyar dolara çıkmıştır. 1997 yılında Brezilya para birimi Real'in sermaye hareketleri girişleri ile değerlenmesi ihracatı olumsuz etkilemiş ve dış ticaret açığı ile cari işlemler açığının artmasına neden olmuştur[293]. Ülke parası Real'in Asya krizinden korunabilmesi için gecelik faizleri arttırmıştır. Endişeleri gidermek amacıyla, hükümet 1997 ve 1998'de acil uyum planları hazırlamıştır.

1998 yılında yapılan seçimlerin etkisiyle, dış ticaret açığı sadece marjinal olarak daralma göstermiştir[294]. 1999 yılının ocak ayında yapılan devalüasyon ve daraltıcı maliye ve para politikalarının etkileriyle beraber dış ticaret açığı 1,2 milyar dolara düşmüştür. Brezilya ekonomisi 2001 yılında, dış ticarette fazla verir hale gelmiş, 2002 ve 2003 yıllarında da fazla vermeye devam etmiştir. Brezilya ekonomisi son dönemde dış ticaret fazlası veren konumdadır. 2006 yılında 137,8 milyar dolar ihracat ve 91,3 milyar dolar ithalat ile yaklaşık 46,5 milyar dolar dış ticaret fazlası vermiştir. Ancak, Brezilya Reali'nin küresel likidite bolluğu ve sermaye girişleri ile değer kazanıyor olması dış ticaret fazlasını 2007 yılında 40 milyar dolar seviyesine düşürmüştür. Dolayısıyla 2006 yılında 13,6 milyar dolar olan cari fazla da 2007 yılında 3,6 milyar dolara gerilemiştir. 2008 yılında ithalat artışının ihracat artışından fazla gerçekleşmesi nedeniyle dış ticaret fazlası yaklaşık 25 milyar dolar olarak gerçekleşirken cari işlemler hesabı ise 2002 yılından sonra ilk kez negatif değer alarak 2008 yılında yaklaşık 30 milyar dolar açık vermiştir. Brezilya ekonomisinin 2009 yılının ilk üççeyreğinde gerçekleşen cari açığı ise 32,4 milyar dolardır. İhracattaki artışa ve gerçekleşen dış ticaret fazlasına rağmen Brezilya'nın ithalatı her geçen gün hızla artmaktadır. 2003 yılında 50 milyar dolar civarında olan ithalatı, 2004 yılında 66, 2005 yılında 77, 2006 yılında 90 ve 2007 yılında 120 milyar milyar dolara çıkmıştır. 2008 yılı sonunda ise bu rakam 173 milyar doları aşmıştır. Brezilya ekonomisi 1993 yılından 2003 yılına kadar sürekli artan oranda cari işlemler açığı verirken istikrarlı büyüme

---

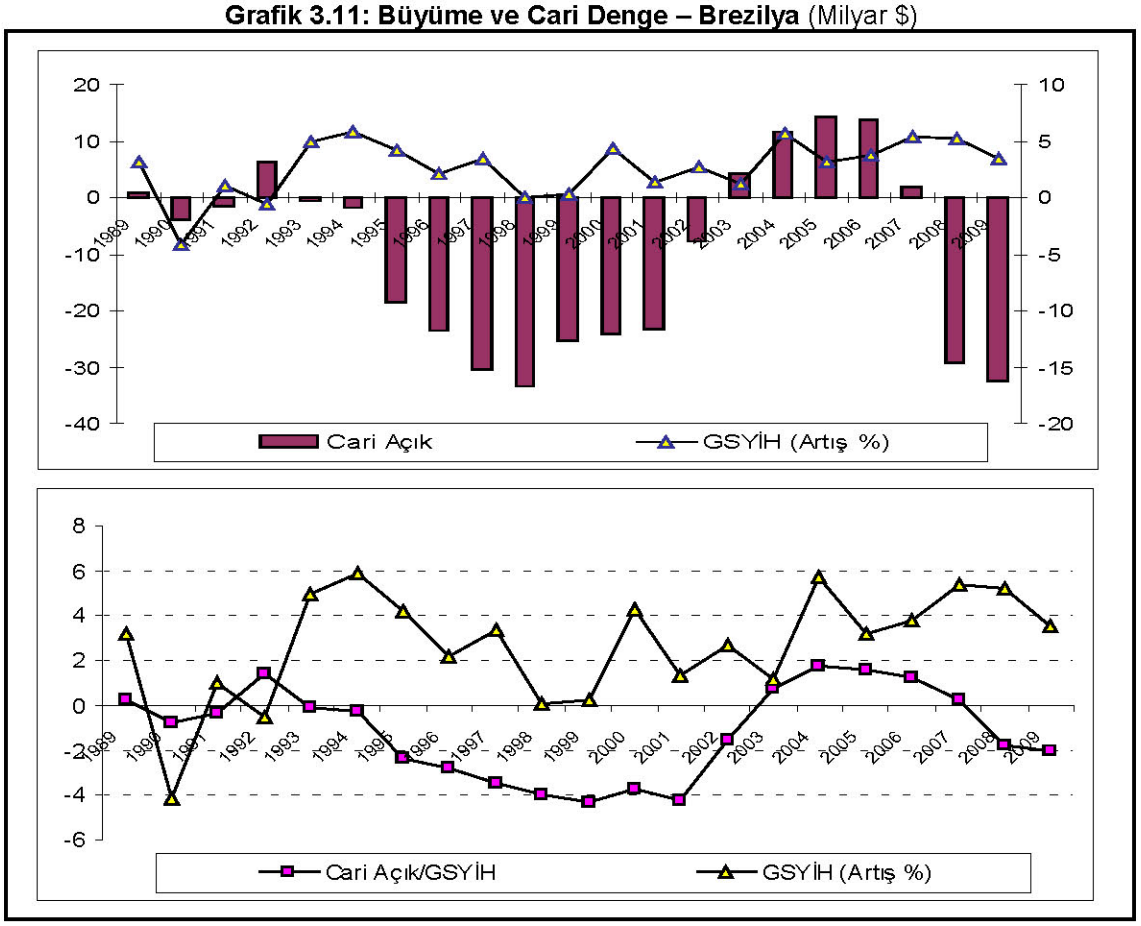
[292] IIF, **Institute of International Finance Report**, 26 Şubat 2008. Erişim: http://www.turkiyebrezilya.com/Ekonomi/Brezilya_Dis_Ticaret_Degerlendirmesi.htm (27.11.2008).

[293] Dornbusch, a.g.e., 2000, s.29.

[294] Özel, a.g.e., 2005, s.100.

dönemine girerken cari açıklarını artan ihracatı ile kapatarak 2003 yılından küresel krizin yaşandığı 2008 yılına kadar cari fazla verebilmiştir. Ancak küresel krizin bölge ekonomisine olumsuz etkileri nedeniyle büyüme performansını sürdürmesine rağmen cari işlemler açığı ve cari açığın GSYİH'ya oranı artmıştır.

Grafik 3.11: Büyüme ve Cari Denge – Brezilya (Milyar $)

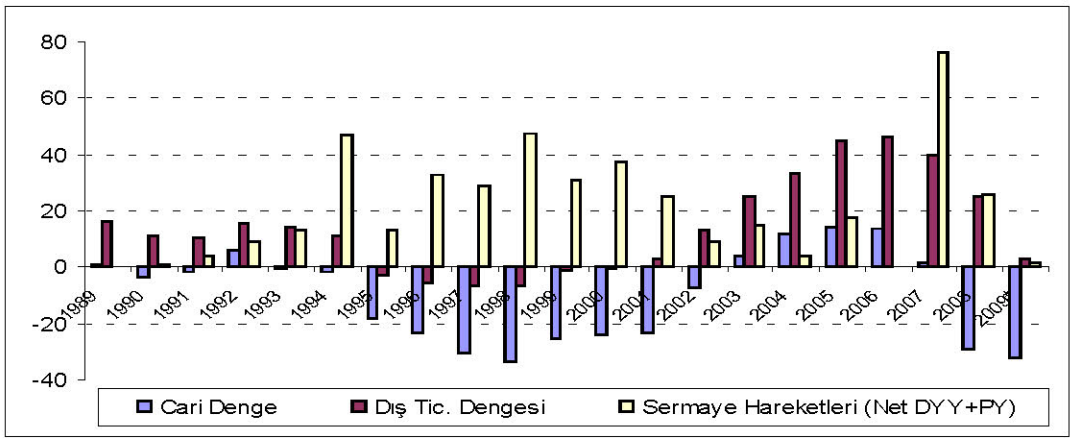


Kaynak: IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008;23.12.2009).

Brezilya, geleneksel pazarı olan ABD ve AB'nin yanı sıra Afrika, Ortadoğu, Doğu Avrupa ve Asya pazarlarına yaptığı ihracatın oranını önemli ölçüde arttırmıştır. Güney Güney ticareti olarak tanımlanan ve dünya ticaretinde giderek ağırlık kazanan eğilimde Brezilya'nın payı yüksek oranlarda olmuştur. Brezilya ihracattaki bu performansını, ihraç mallarını çeşitlendirerek ve geleneksel pazarlarının dışında kalan pazarlara açılarak sağlamayı başarabilmiştir. Brezilya'nın dış ticaret fazlası vermesinin altında sanayi alt yapısına sahip olması yatmaktadır. Brezilya hammadde ile teknoloji içeren ürünlerin ihracatçısı olabilmiştir. Latin Amerika'nın en güçlü sanayi ülkesi olan Brezilya, ticari uçak üretiminde dünyada dördüncü ülke konumundadır. Yine dünya

otomobil üretiminde ilk on ülke arasında yer almakta ve dünyanın sekizinci büyük çelik üreticisi durumundadır. Kimya ve kauçuk endüstrisinde de önemli yeri olan Brezilya Latin Amerika'nın en büyük orman endüstrine sahiptir[295]. Brezilya'da küçük ve orta ölçekli firmaların ihracata açılmasına yardım eden İhracat, İthalat ve Yatırımı Teşvik Ajansı (APEX) faaliyetleri ile ihracat yapan firmaların sayısı artmıştır[296]. İhracatta yaşanan artışın Real'in değerlendiği dönemde yaşanabilir olması ve aynı zamada ithalatta yüksek oranlı artışların yaşamaması bazı mal grupları için pazarın korunuyor olmasından kaynaklanmaktadır.

Grafik 3.12: Cari Denge Dış Ticaret ve Sermaye Hareketleri – Brezilya (Milyar $)



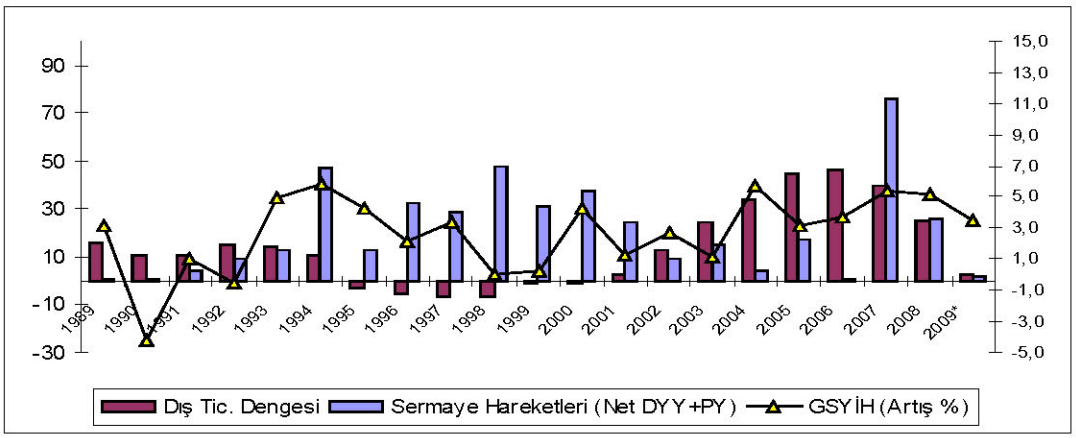
Kaynak: IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008;23.12.2009).

Brezilya ekonomisinde uygulanan faiz politikası 1998 yılından itibaren sermaye girişlerini cazip kılmıştır. Ülke parası Real'in değer kazanmasına rağmen uygulan pozitif faiz politikası Latin Amerika krizi sonrasında da devam etmiş ve 2002 yılına kadar net sermaye girişleri artarak cari açığın finansmanında önemli bir araç olmuştur. Brezilya ekonomisinde 2000 yılından sonra büyümenin durmasıyla beraber dış ticaret dengesi düzelmiş ve cari işlemler açığı istikrara kavuşmuştur. Dış tasarruf açıklarının büyük bir bölümünü DYY ile finanse edebilmiştir. Cari işlemler açığındaki istikrar Brezilya'nın sermaye piyasalarından da borçlanmasını kolaylaştırmıştır. 2007 yılına kadar cari açığın finansmanında dış kaynağa olan ihtiyacın olmadığı süreçte iniş çıkışlar gösterse de küresel kriz öncesi 2007 yılında net sermaye girişi 75,9 milyar dolara gibi yüksek bir miktara ulaşmış terardan cari açığın finansman aracı olmuştur.

[295] IIF, a.g. e., 2008.
[296] ApexBrasil, **Brazil Trade and Investment Promotion Agency**, Export Promotion, 2009, erişim:www.apexbrasil.com.br (30.12.2009).

Ancak 2007 yılında Brezilya ekonomisine 2008 krizi öncesi giren yabancı sermayenin yaklaşık 50 milyar doları PY türünden olurken 2007 ve 2008 yılında sırasıyla 35 ve 45 milyar dolar DYY türünden sermaye girişi olmuştur. Başangıçta Brezilya'yı DYY açısından cazip kılan özellikle Latin Amerika ülkeleri ile yakın ticari bağlara sahip olması olmuş ve ülke ihracatına olumlu katkı sağlamıştır.

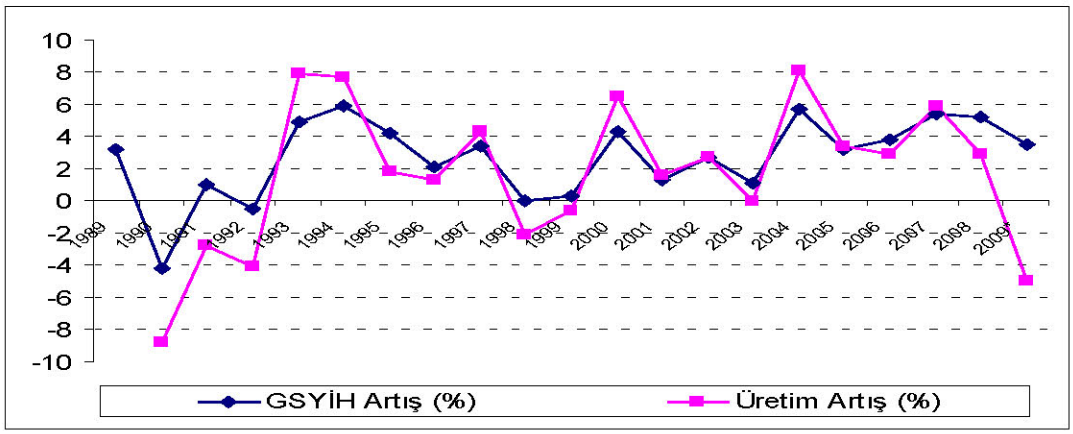
Grafik 3.13: Büyüme ile Sermaye Hareketleri ve Dış Ticaret İlişkisi – Brezilya (Milyar $)



Kaynak: IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008;23.12.2009).

Brezilya ekonomisinde üretim artışı ile büyüme oranı arasındaki korelasyon dış dengenin sağlanmasında dış ticaret ve sermaye hareketlerinin etkisinin ortaya konulabilmesi açısından dikkat çekicidir. Brezilya ekonomisinde dış ticaret hacmi artarken kriz dönemleri hariç özellikle DYY türünden yüksek hacimli srmaye giriş çıkışlarıda yaşanmış ve sanayi üretim endeksi de büyüme oranındaki artışa paralel olarak artış ve azalış trendinde olmuştur.

Grafik 3.14: GSYİH ve Üretim - Brezilya



Kaynak: IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008;23.12.2009).

Brezilya ekonomisi son dönemde ekonomisi en iyi düzeyde değerlendirilen GOÜ'den biri olmuştur. 2008 yılındaki büyüme performansı nedeniyle Brezilya ekonomisinin küresel krizden etkilenmediği ve BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan ile Çin'den oluşan ülke grubu) olarak adlandırılan ülkeler arasında değerlendirilmiştir. Ancak 6 Ekim tarihinden başlayarak Brezilya hisse senedi piyasalarında yaşanan düşüşler ülke parası Real'in değer kaybetmesine neden olmuştur. Yabancı sermayenin zararlarını kapatmak amacıyla Brezilya'da gerçekleştirdikleri yatırımlardan çıkmaları, Brezilya Merkez Bankasının döviz rezervlerinin erimesine neden olmuştur. 2007 yılından 2008 Ekim ayına kadar ABD doları karşısında %20 değerlenen Real bir haftada 2007 yılındaki değerinin altına düşmüş ve dalgalanmaya başlamıştır. Ardından ihracatçılarının kura karşı türev ürün kontratları ile garanti sağladıkları ve Real'in değer kaybı ile yüksek oranda zarara uğradıkları ortaya çıkmıştır[297]. Petrol ve emtia fiyatlarında küresel düşüş ve ardından hisse senedi piyasaları ile Real'de yaşanan değer kayıpları Brezilya'nın faiz oranının yükselmesine neden olmuştur. Önemli bir hammadde ihracatçısı olan Brezilya ekonomisi 2008 küresel krizi sonrası düşen emtia fiyatları ile küresel talep daralmasından olumsuz etkilenmiş ve oluşan iç talep azalması nedeniyle de büyüme oranı düşmüştür. Ancak Brezilya ekonomisinin hammaddeye olan bağımlılığının düşük düzeylerde olması nedeniyle küresel krizinden daha az etkileneceği ve dış dengesinin sermaye girişlerine daha bağımlı olacağı tahmin edilmektedir.

[297] Deniz.Gokce "Dün Rusya, bugün Brezilya!", 21.10.2008. Erişim: http://www.sgb.gov.tr/esad/Kaynaklar/Gazete%20Makaleleri/Para%20Banka%20ve%20Mali%20Piyasalar/2008/Ekim%2008/deniz%20g%C3%B6k%C3%A7e%2021.10.2008.doc (30.12.2009).

3.4.2.Çin Halk Cumhuriyeti

1980 yılı öncesi merkezi planı ekonomik kararlar çerçevesinde yönetilen ve dünyanın ilk beş büyük ekonomisi içinde yer alan Çin ekonomisi, 1980 öncesi dönemde ortalama %5'ler civarında büyüme gerçekleştirmiştir. 1979 yılında alınan ekonomik yapısal refor kararları ile piyasa ekonomisine kademeli geçiş ve dış ticaret ile ihracat ve döviz girişlerinde artış hedeflenmiştir[298]. Asya ve 2008 küresel krizine rağmen büyüme performansını sürdürmüş 1989 yılından itibaren de yaklaşık yıllık ortalama %10 oranında büyümüştür. Ancak 1992 ve 1994 döneminde gerçekleştirdiği %14 civarındaki büyüme oranlarına 2009 yılına kadar ulaşamamıştır.

Tablo 3.11: Büyüme, Dış Denge ve Üretim – Çin

	GSYİH (Artış %)	Cari Açık (Milyon $)	Cari Açık/ GSYİH	Dış Tic. Dengesi (Milyon $)	Sermaye Hareketleri (DYY+PY-Net, Milyon $)	S.Üretimi (Endex)
1989	4,1	-4317	-1,0	-5620	2433	
1990	3,8	11997	3,1	9165	2416	
1991	9,2	13271	3,3	8743	3688	0,0
1992	14,2	6402	1,3	5183	7099	21,2
1993	14,0	-11902	-1,9	-10654	26164	0,0
1994	13,1	7657	1,4	7290	35330	21,4
1995	10,9	1618	0,2	18050	34639	16,1
1996	10,0	7243	0,8	19535	39810	15,1
1997	9,3	36962	3,9	46222	48617	13,2
1998	7,8	31472	3,1	46614	37385	9,6
1999	7,6	15669	1,4	35982	25744	9,8
2000	8,4	20519	1,7	34474	33493	11,2
2001	8,3	17405	1,3	34017	17952	9,9
2002	9,1	35422	2,4	44167	36447	12,7
2003	10,0	45875	2,8	44652	58656	16,7
2004	10,1	68660	3,6	58983	72821	16,3
2005	10,4	160818	7,2	134189	62888	15,9
2006	11,6	249866	9,4	217746	-10623	15,4
2007	11,9	371833	11,3	315382	140090	18,0(1)
2008	9,7	399325	9,5	360682	136980	11,8(1)
2009*	9,3	439661	9,2	-	-	12,3(2)

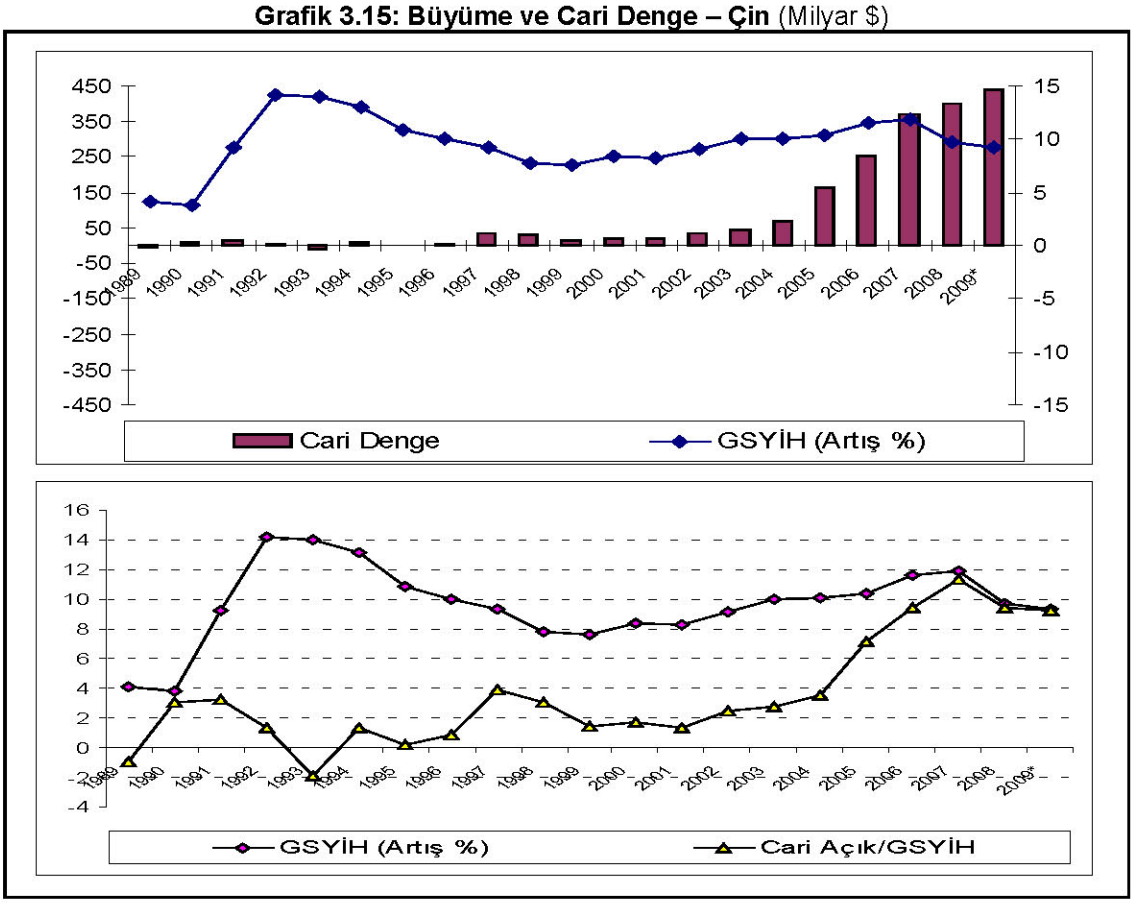
* Tahmin, (1) Q2,Q3 veQ4 Ortalaması (IFS, Q12007 ve Q12008 verilerini yayınlamamıştır), (2) Q32009.

Kaynak: IMF, **World Economic Outlook Database**, October 2008, erişim:http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/weoselgr.aspx (17.11.2008) ve IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008; 23.12.2009).

[298] Mohamed Arif ve Ahmed M.Khalid, **Liberalization and Growth in Asia**, Edward Elgar Publishing Inc., UK, 2005, s.54.

Çin ekonomisinin dış ticaret ve cari işlemler dengesi 1989 ve 1993 yılları hariç sürekli olarak ve son dönemde giderek artan oranda fazla vermiştir. Oluşan cari fazla ile beraber GSYİH artış istikrarlı olarak sürdürülmüştür. Cari dengenin GSYİH'ya oranı da cari işlenler fazlasına benzer olarak aynı seyri göstererek GSYİH'ya oran olarak 2001 sonrası artışı ile büyüme oranını 2007 yılında yakalamış ve 2008 yılı ile 2009 yıllında beklenen büyüme ile cari dengenin GSYİH'ya oranı neredeyse aynı düzeyde olmuştur. Çin ekonomisi cari dengesinin GSYİH'ya oranı son üç yıl hemen hemen gerçekleşen büyüme oranına ulaşmıştır.

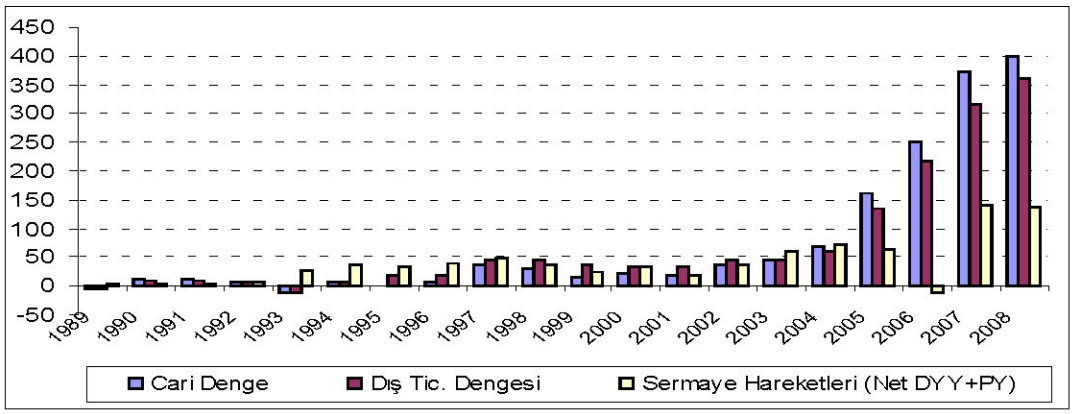
Grafik 3.15: Büyüme ve Cari Denge – Çin (Milyar $)



Kaynak: IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008;23.12.2009).

Cari dengenin sağlanmasına yönelik olarak son dönemlerde yüksek hacimlerde dış ticaret fazlası veren Çin ekonomisinde sermaye hesabı da 2006 yılı hariç net sermaye girişlerinin pozitif değerleriyle fazla verebilmiştir. Bunda Çin'in yüksek teknolojili sanayi malları ithalat ve ihracatına ağırlık vermesinin, sanayinin gelişmesini teşvik etmesinin ve sanayi malı ticaretini ekonomi politikası aracı olarak uygulamasının payı büyüktür.

Grafik 3.16: Cari Denge Dış Ticaret ve Sermaye Hareketleri – Çin (Milyar $)



Kaynak: IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008;23.12.2009).

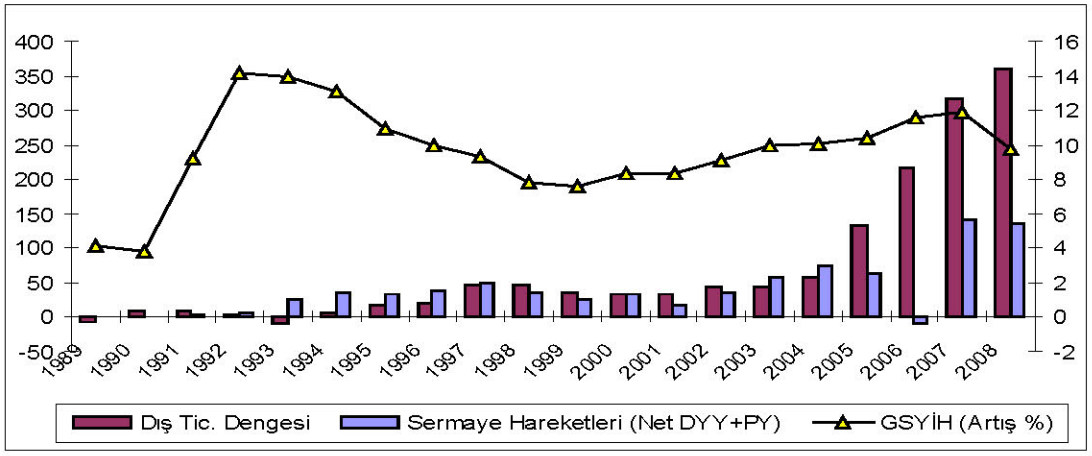
Ekonomik büyümesinde dış ticaretteki gelişimin önemli katkısı olan Çin'de ÇUF'ın DYY ile üretime yönelmeleri ile dış ticaret hacmini ve özellikle de ihracatı arttırarak önmeli katkısı olmuştur[299]. Bu süreçte ihracata dayalı büyüme modeli izleyen Çin ekonomisinde yaşanan küresel sermaye hareketleri dikkat çekici boyutlarda yüksek hacimli olmuştur. Çin ekonomisinin ihracatının yaklaşık %50'sinden fazlası DYY yoluyla ülkede yatırım yapan ve faaliyet gösteren ÇUF tarafından gerçekleştirilmektedir[300]. Yüksek dış ticaret hacmine sahip olan Çin ekonomisinde dönem itibariyle 1993 yılı hariç sürekli fazla vermiş ve 2007 yılında ihracatı 1,2 trilyon doları aşarak küresel krize rağmen 2008 yılında 1,5 trilyon dolara yaklaşmıştır. Buna karşılık ithalatı da 2007 yılında 900 milyar dolara ulaşarak 2008 yılında 1 trilyon doların üzerinde gerçekleşmiştir. 2006 yılındaki 110 milyar dolar olarak gerçekleşen PY çıkışlarının neden olduğu net sermaye girişi rakamının 10 milyar dolar olan negatif değeri hariç net sermaye girişi sürekli artmıştır. 1989 yılından itibaren Çin ekonomisine yönelik DYY türünden sermaye girişleri sürekli artarak 2005 yılında yaklaşık 79, 2007 yılında 138 ve 2008 yılında ise küresel krize rağmen 148 milyar dolar olmuştur.

Toplam küresel sermaye varlıkları içinde düşük hacimli olmasına rağmen DYY türünden bu sermaye girişlerinin uygulanan ekonomi politikaları ile dış dengenin sağlanması ile ihracat ve GSYİH'daki artışa önemli oranda katkısı olmuştur. Reformlarla beraber devletin uyguladığı süvansiyonlar ve finansal teşvikler ile ihracatın arttırılması sağlanmıştır. Ayrıca DYY ile ileri teknoloji transferi sağlanarak büyük

[299] Yanrui Wu, **Economic Growth Transition and Globalization in China**, Edward Elagar Publishing Inc. UK, 2006, s.21.
[300] National Bureeau of Statistic of China, erişim: http://www.stats.gov.cn (21.09.2008)

nufusuna rağmen üretimde verimlilik ve kapasite kullanımında artış sağlanabilmiştir. Dış kaynak kulanım stratejisi, DYY ile ihracatın arttırılması ve sürdürülebilir büyümenin sağlanabilmesine dayandırılmıştır[301]. Aynı zamanda alt yapı yatırımlarına ve devlet kontrolündeki bankalar aracılığı ile bu yatırımlar ile kamunun fonlanabilmesi sağlanabilmiştir.

Grafik 3.17: Büyüme ile Sermaye Hareketleri ve Dış Ticaret İlişkisi – Çin (Milyar $)

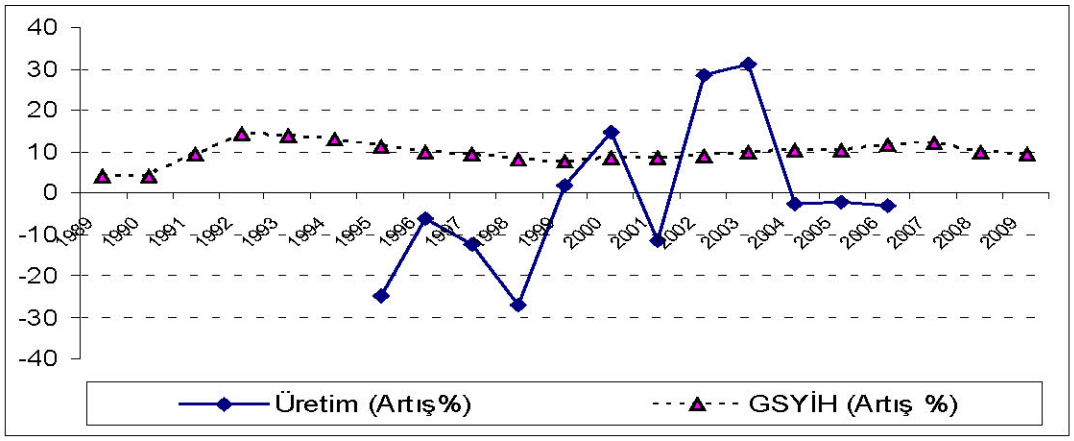


Kaynak: IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008;23.12.2009).

ÇUF aracılığı ile DYY gerçekleştirilmesi ve bu yatırımların yüksek teknolojili yatırımlar yönlendirilmesi sonucu ihracat yolu ile sürüdürülebilir büyüme ve refahı hedeflemiş Çin ekonomisinde üretim endeksi büyüme ile korelasyon göstermemektedir. Üretim endeksi artışı ile GSYİH artış oranı arasında her ne kadar korelasyon görülmese de üretim endeksinin artış trendi son dönemdeki aşağ yönde kırılma göstermektedir. Ancak sermaye hareketleri ile üretim ve ihracat artışı hedefinde olan bir ekonomi de teknolojinin ne ölçüde içselleştirildiği önem kazanmaktadır.

[301] C.H. Chai ve C. Roy Kartik, **Economic Reform in China and India**, Edward Elgar Publishing Inc., UK, 2006, s.34.

Grafik 3.18: GSYİH ve Üretim Artışı – Çin



Kaynak: IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008;23.12.2009).

Çin GOÜ içinde en fazla sermaye girişinin yaşandığı ülkelerden biri olmuştur. Bu yatırımlar ihracat performasını artırıcı yönde kullanılabilmiş ve DYY'ın sağladığı bu ihracat artışı ithalattaki artışa rağmen ödemeler dengesinde dış denge sorunu yaşanmadan sürdürülebilmiştir. Cari dengeye yönelik oluşan bu güven dış yatırımların sürmesini sağlayabilmektedir. Çin yapısal reformlarla hızlı ekonomik büyüme stratejisini izlemesine rağmen kamuya ait sektörlerin oluşu ve bu sektörlerin büyüklüğü nedeniyle temelde farklılık göstermektedir. Ancak Çin ekonomisine sanayi üretiminin yaklaşık %65'i özel sektörce gerçekleştirilmektedir[302]. Bu Çin ekonomisinin sergilediği büyüme ile kamu mülkiyetinin büyümenin engeli olduğu görüşü ile çelişmektedir.

Çin ekonomisi dış dengenin sağlanmasına yönelik olarak sermaye hareketlerinden ve dış ticaretten yararlanarak amaca ulaşılmış olduğu görülmektedir. Çin ekonomisinin aşırı ihracata bağımlı dış dengesinin küresel ihracat daralmasından ne ölçüde etkileneceği baskılara rağmen ihracatta fiyat avantajına dayalı rekabetini sürdürebimesine bağlı olduğu söylenebilir. Çin iç pazarının genişliği düşünüldüğünde üretim artışının iç talep ile karşılanabilir olması üşünülebilir olsa da petrol ve hammadde olarak ithalata bağlı üretimin dış denge açısından yaratabileceği potansiyel sorunların varlığı da göz önünde bulundurulmalıdır.

[302] Mary Amiti ve Freund Caroline, "An Anatomy of China's Export", **International Monetary Fund** (IMF), 2007. Erişim: http://www.imf.org (15.11.2008).

3.4.3.Güney Kore

G.Kore ekonomisi 1962 yılında hazırlanan kalkınma planı ile sanayileşmeye başlayamış ve benzeri diğer ülkelerin izlediği devlet destekli ithal ikameci ekonomi politikalarının aksine ihracata dayalı kalkınma politikasını benimsemiştir. G.Kore GÜ'in emek gücüne dayalı imalat sanayi ürünlerini ihraç ederek büyüme stratejisi oluşturmuştur[303]. Aralarında fark olsa da Japon "keiretsu" sistemine benzer "chaebol" adı verilen devlet destekli büyük grup yapılanması başlangıçta G.Kore ekonomisinde etkili olmuş ve ihracatın gelişmesine önemli katkı sağlamıştır. Ancak bu durum dış ticarete ve ihracata aşırı bağımlı bir ekonomik yapının oluşmasına da neden olmuştur.

G.Kore ekonomisinde yaşanan hızlı büyüme nedeniyle 1990'ların başından kriz öncesine kadar olan süreçte dış dengeye yönelik bozulan göstergelerin krize yol açabileceği şüphe ile karşılanmış ve kriz öncesi yıllık ortalama %8'ler seviyesinde seyreden ekonomik büyüme 1998 yılında kriz ile kesintiye uğramıştır. Krizden sonra kısa sürede toparlanan G.Kore ekonomisi kriz öncesinden daha yüksek bir büyüme oranına ulaşmıştır. 1998 yılında %6,9 oranındaki negatif büyümeye karşın 1999 yılında yaklaşık %9,5 oranında büyüme gerçekleştirmiştir. Yüksek büyüme hızını 2000 yılında da sürdüren G.Kore ekonomisi sonrasında da büyümesini sürdürmüş ancak 1999 ve 2000 yılındaki büyüme hızlarına ulaşamamıştır. 2000 yılında %8,5 oranında büyüyen ekonomi 2001 yılında %3,1 oranında büyümüştür. G.Kore ekonomisi 1997-2001 yıllarında geçmişe kıyasla imalat sanayinde büyük artışlar gerçekleştirememiş olmasına rağmen yıllık ortalama %4'ün üzerinde büyümüştür. Ancak bu dönemde bilgi ve yüksek teknolojiye yönelik sektörlerdeki yatırımların imalat sanayindeki gelişmelerde önemli katkısı olmuştur[304]. Böylece 2002 yılında %7 oranında büyüyen G.Kore ekonomisi, 2003 %3,1 oranında ve 2004-2006 yılları arasında yıllık ortalama yaklaşk %4,5 oranında büyümüştür. G.Kore ekonomisinin yüksek miktarlarda ihracatını gerçekleştirdiği başlıca ihraç pazarı olan ABD ekonomisindeki gelişmeler nedeniyle 2007 yılında büyüme oranı azalmıştır[305]. 2008 yılında ise yine ABD kayaklı küresel krizin olumsuz etkisiyle %4,1 büyüme oranı gerçekleştiren G.Kore ekonomisinin 2009 yılı için beklenen GSYİH artış oranı %3'ler civarındadır.

---

[303] L. E. Westphal, "Industrial Policy in Export- Propelled Economy: Lessons form South Korea's Experience", **Journal of Economic Perspectives**, No.4, 1990, s.43.

[304] UNCTAD, United Nations Conference on Trade and Development, **World Investment Report**, 2003. Erişim: http://www.unctad.org (27.12.2008).

[305] Economist Intelligence, **Country Report**, 2007, s.32. Erişim:http://www.eiu.com (17.09.2008)

Tablo 3.12: Büyüme, Dış Denge ve Üretim – G. Kore

	GSYİH (Artış %)	Cari Açık (Milyon $)	Cari Açık/ GSYİH	Dış Tic. Dengesi (Milyon $)	Sermaye Hareketleri (DYY+PY-Net, Milyon $)	S.Üretimi (Endex)
1989	6,7	5344	2,3	4345	-191	29,3
1990	9,2	-2014	-0,8	-2461	-101	31,8
1991	9,4	-8417	-2,7	-6904	2795	34,8
1992	5,9	-4095	-1,2	-1907	5517	36,9
1993	6,1	0.821	0,2	2150	9350	38,5
1994	8,5	-4024	-1,0	-3017	4580	42,8
1995	9,2	-8665	-1,7	-4364	9936	47,9
1996	7,0	-23120	-4,1	-15077	12842	52,0
1997	4,7	-8287	-1,6	-3255	12824	54,5
1998	-6,9	40371	11,6	41665	-551	51,1
1999	9,5	24522	5,5	28463	14326	63,6
2000	8,5	12251	2,4	16954	16461	74,3
2001	3,8	8033	1,7	13488	7814	74,7
2002	7,0	5394	1,0	14777	122	80,7
2003	3,1	11950	2,0	21952	18400	85,2
2004	4,7	28174	4,1	37569	13052	94,0
2005	4,2	14981	1,9	32683	1995	100,0
2006	5,1	5385	0,6	27905	-24490	108,4
2007	5,0	5954	0,6	28168	-39894	115,9
2008	4,1	-12311	-1,3	5994	-25962	119,4
2009*	3,5[(1)]	6966[(1)]	-0,7[(1)]	25975[(2)]	19118[(2)]	124,7[(3)]

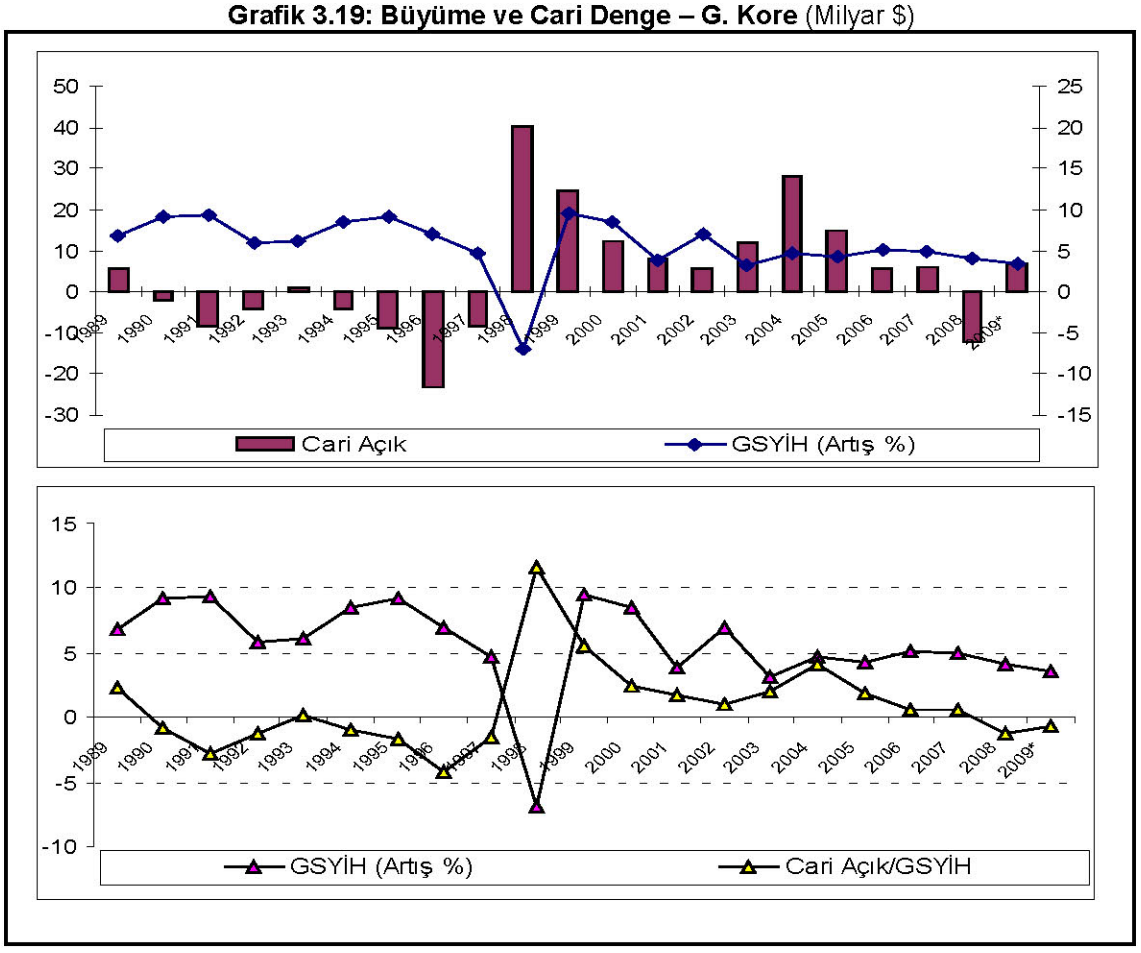
* [(1)] Tahmin (2009), [(2)] Q1 2009 ve Q2 2009 Toplamı, [(3)]Q3 2009 Geçici

Kaynak: IMF, **World Economic Outlook Database**, October 2008, erişim:http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/weoselgr.aspx (17.11.2008) ve IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008; 23.12.2009).

G.Kore ekonomisinde kriz öncesi yaşanan yüksek büyüme oranları ile beraber yüksek borçlanma ve büyümenin bu dış borçla finansmanı krizin oluşumuna zemin hazırlamış ve kriz sonrası hızlı davalüsyon yaşanmıştır. Bu devalüsayon neticesinde cari işlemler dengesi fazla vermeye başlamıştır. Kriz öncesinde 20 milyar dolarlara kadar yükselen cari açık kriz ile beraber 1998 yılında yaklaşık 40 milyar dolar fazla vermiştir. Cari denge 2002 yılına kadar kademeli olarak azalış gösterse de fazla vermeye devam etmiştir. 2003 ve 2004 yıllarında cari fazla tekrardan artışa geçmiş ve 2004 yılında yaklaşık 28 milyar dolara ulaşmıştır. 2004 yılından sonra tekrar cari fazla azalsa da 2008 yılına kadar fazla vermeye devam etmiştir. 2007 yılını 6 milyar dolar fazla veren cari işlemler dengesi küresl krizin etkisi ile 2008 yılında 12 milyar dolar açık vermiştir. G.Kore ekonomisinde 2009 yılı için beklenen cari fazla ise 6 milyar dolar civarındadır. G.Kore ekonomisinde döneme ilişkin büyüme ve cari dengenin seyri incelendiğinde kriz öncesi ile sonrasının farkı görülebilmektedir. Kriz öncesi cari açık ile

büyüme arasında negatif yönlü korelasyon görülürken kriz sonrası bu ilişkinin pozitif alnan taşınarak 2008 yılına kadar sürdüğü ve 2008 küresel krizi ile beraber bu ilişkinin kırılarak cari dengenin terardan açık vermesi ile eski haline döndüğü görülmektedir. Bu ilişki cari degenin GSYİH'ya oranı ile büyüme arasında daha açık olarak izlenebilmektedir.

Grafik 3.19: Büyüme ve Cari Denge – G. Kore (Milyar $)

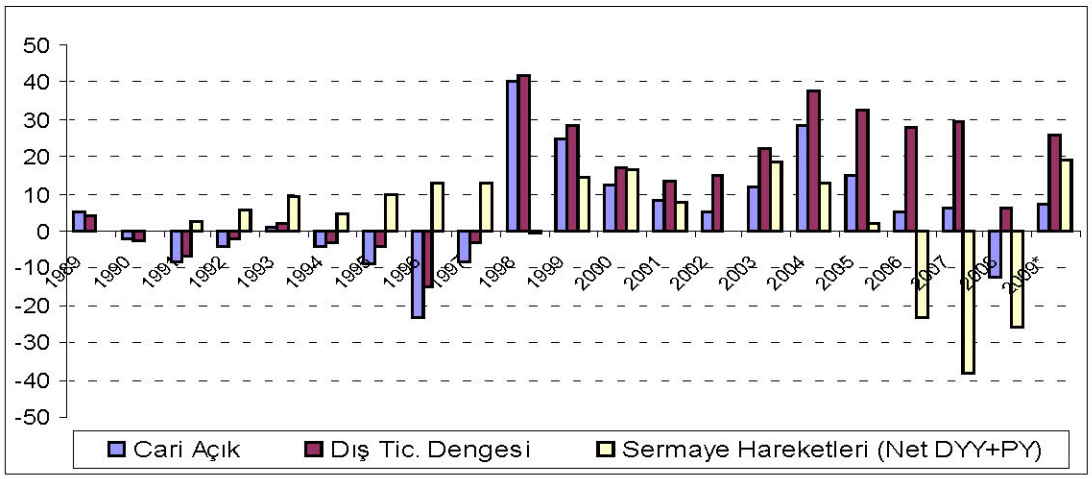


Kaynak: IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008;23.12.2009).

G.Kore ekonomisinin ihracata dayalı sanayileşme politikası çerçevesinde 1997 yılı öncesinde ihracatının miktar olarak artmasına karşın dış ticaretine konu olan mal gruplarının fiyatlarının düşük olması ihracatın ithalatını karşlama oranında düşük kalmasına ve cari işlemler dengesinde açık vermesine neden olmuştur. 1997 yılındaki ekonomik durgunlukla beraber fiziki yatırımlara rağmen azalan kar olanaklarının yarattığı finansman sorunları firmaları güç durumda bırakmıştır. Yaşanan iflaslar ile finansal sistem zayıflamış ve batık krediler artmıştır. Bankaların net varlıklarının erimesi ve sermaye piyasalarında yaşanan olumsuzluklar ile beraber yaşanan kriz sonrası

ihracata dayalı büyüme temel alınarak uygulanan ekonomi poitikalar sonucu ithalat azalmış ve ihracat arttırılmıştır[306]. Bu durum dış ticaret dengesine yansımış ve 1998 yılında dış ticaret dengesi 40 milyar doların üzerinde fazla vermiştir. Bunda G.Kore'nin finansal sistem ve firma yapılandırması uyarınca IMF ile yaptığı yaklaşık anlaşma etkisi olmuştur. Böylece firmaların karlı olmayan işletmeleri kapatılarak önceden tespit edilen belirli endüstri kollarında faaliyet gösteren firmalar desteklenmiştir. Ayrıca rekabet gücü zayıflayan G.Kore mallarının rekabet gücünü artırmak ve yüksek teknolojiyi geliştirmek amacı ile yabancı yatırıma sektör kısıtlamalarının kaldırılmış ve işlemlerin basitleştirilmeştir. Böylece 1998 yılı öncesi yabancı sermaye yatırımlarında artış yaşanmış ve bu yolla cari işlemler denge sağlanmaya çalışılmıştır. 1998 yılında krize rağmen toplam net sermaye hareketleri 500 milyon dolar negatif değer almış ancak bu artış DYY türünden sermaye girişlerinde düşük de olsa artarak sürmüştür. G.Kore ekonomisinde1998 krizi öncesi sermaye hareketleri cari açığın finansmanında bir araç olmuşken kriz öncesinde alınan kararların da etkisi ile kriz sonrasından 2007 yılına kadar dış dengenin sağlanmasında dış ticaret fazlası ağırlıklı olmak üzere ticaret dengesi ile sermaye girişleri birlikte etkili olmuştur. Ancak 2007 ve 2008 yıllarından bu defa sermaye çıkışlarına rağmen sağlanan dış ticaret fazlası ile dış denge sağlanmaya çalışılmıştır.

Grafik 3.20: Cari Denge Dış Ticaret ve Sermaye Hareketleri – G. Kore (Milyar $)

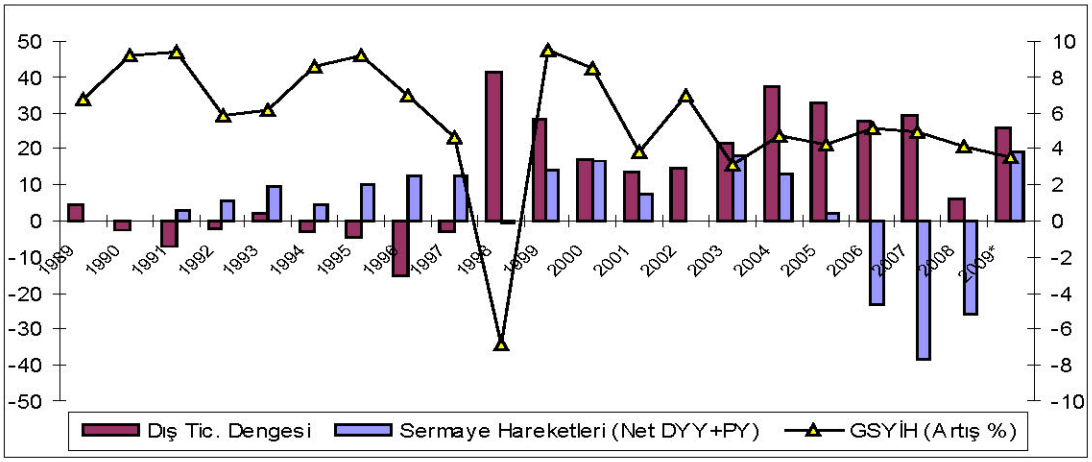


Kaynak: IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008;23.12.2009).

[306] O. Evans, A. Leone, M. Gill ve P. Hilbers, "Macroprudential Indicators of Financial System Soundness", **International Monetary Fund Occasional Paper**, 2000, s.7.

Sermaye hareketlerinin G.Kore ekonomisine yönelişindeki artışın büyük ölçüde 1998 yılında sermaye girişleri ile ilgili sınırlandırmaların kaldırılması ve sağlanan teşviklerin arttırılması ile izin verilen endüstrilerdeki genişlemesine bağlı olduğu söylenebilir. G.Kore ekonomisine yönelen sermaye başlangıçta Japonya kaynaklı iken 1990 sonrasından 1997 yılına kadar ağırlıklı olarak ABD kaynaklı olmuştur. 1998 yılı ile beraber AB ülkelerinin G.Kore'ye yönelik sermaye hareketlerinde satın alma ve birleşmeler yolu ile aktif hale geçmiştir. Diğer taraftan kriz sonrası daha önce genel olarak dış yatırımları desteklemeyen G.Kore kriz sonrasında ve özellikle 2003 sonrası üretim maliyetleri açısından emek yoğun endüstrilerde dış yatırımlarını diğer Asya ülkelerine kaydırarak yatırıma yönelmiştir. Böylece bir taraftan dış dengesini sağlarken diğer taraftan da ihracata dayalı sanayileşmenin sonucu istikrarlı büyümesini sürdürebilmiştir.

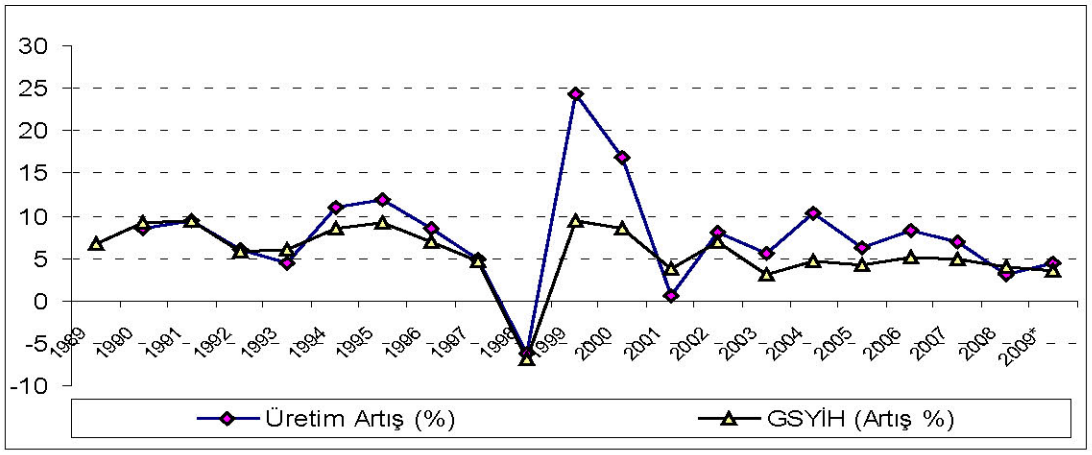
Grafik 3.21: Büyüme ile Sermaye Hareketleri ve Dış Ticaret İlişkisi – G. Kore (Milyar $)



Kaynak: IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008;23.12.2009).

1997 yılına kadar ihracata dayalı sanayileşme 1998 yılı ile beraber ihracata dayalı büyüme politikası izleyen G. Kore ekonomisinde 1989 ile2009 yılları arasında büyüme oranı ile üretim artış oranı arasında yakın bir korelasyon izlenebilmektedir. Ancak 1999 ile 2009 yılları arasında ilişkinin kuvveti açısından bu ilişkinin görece öncesi kadar güçlü olduğu söylenemez.

Grafik 3.22: GSYİH ve Üretim Artışı –G. Kore



Kaynak: IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008;23.12.2009).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ ve KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE DIŞ DENGEYE YÖNELİK REEL EKONOMİK ETKİSİ

Türkiye'de sermaye hareketleri 1980 öncesi ve sonrası uygulanan serbestleştirme politikalarına bağlı olarak farklı gelişmeler sergilemiştir. 1989 sonrasında ise 32 sayılı karar ile kabiyo rejimindeki değişikler ile sermaye hareketlerinin tümüyle serbestleştirilmesi ve 2003 yılında uygulamaya konan DYY'lar kanunundaki değişiklikler sonucu sermaye hareketlerinin türüne bağlı olarak gelişimi ve ekonomik etkisi de farklı boyutlarda olmuştur. Sermaye hareketlerinin dış denge sorunsalı çerçevesinde reel ekeonomik etkisinin ortaya konulabilmesi açısından Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin bileşenleri ile birikim kanallarının ortaya konarak kompozisyonun analiz edilmesinde yarar olduğu değerlendirilmektedir.

Bu nedenle izleyen başlıklarda Türkiye'de sermaye hareketlerinin gelişimi incelenerek dış denge sorunsalına yönelik reel ekonomik etkisinin ortaya konulabilmesi açısından bileşenleri, birikim kanalları ve yaşanan ekonomik krizler ile değişen kompozisyonu ile ana sektörlere göre dağılımları incelenmiştir. Sonrasında ise krizlerin gölgesindeki Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketlerinin üretim temelindeki dış denge sorunsalına yönelik reel ekonomik etkisi ortaya konmaya çalışılmıştır.

4.1.Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Türkiye'de 1920' lerin başında kabul edilen gelişme stratejisi çerçevesinde yabancı sermaye ile işbirliği yapılmasına yönelik bir eğilim içine girilmeye başlanmıştır[307]. Böylece yurtiçinde sermaye birikim, teknik bilgi ve beceri eksikliklerinin iktisadi ve sosyal gelişme çabalarında ortaya çıkarabileceği engellerin aşılabilmesi için yabancı sermayeden yararlanılması düşünülmüştür[308].

---

[307] 1920 yılında Ereğli'deki kömür madeni işletme ayrıcalığının İtalyanlara satılması ve Milli Türk İthalat şirketinin kurulması bu eğilime somut örnek olarak verilebilir. Ayrıntı için bkz. Y. S. Tezel, "Birinci Büyük Millet Meclisinde Yabancı Sermaye Sorunu", **SBFD**, 1970, s. 25. Ayrıca İzmir İktisat Kongre'sinde yabancı sermayeye yönelik ılımlı yaklaşım ile yabancı sermaye konusundaki özel kongrede alınan kararda "Türk Devletinin siyasal etkisinin zedelenmemesi koşuluyla yabancı özel yatırımları uyaran bir politikanın izlenmesi gerekliliği" gösterilebilir. Ayrıntı için bkz. H. Bazar, **Hatıralar**, Meşrutiyetten Cumhuriyete Kadar, Barış Dünyası, 1996, s. 58.

[308] Yahya Sezai Tezel, **Cumhuriyet Dönemi İktisadi Tarihi**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 3. Baskı, Ankara, 1994, s.188.

Türkiye Cumhuriyeti kurulduğunda, 94 firmaya ait yaklaşık 63 milyon sterlin (500 milyon TL) yabancı sermaye yatırımı bulunduğunu ileri sürülmektedir. 1920' lerde kurulan Türk Anonim ortaklıklarında ödenmiş sermayenin %43'ü yabancı sermayeye aittir. Madencilik ve imalat sanayindeki şirketlerde yabancı sermaye payı %67 civarındadır. Yabancı sermayenin 2/3'ü madencilik ve imalat sanayinde, 1/3'ü bankacılık, sigortacılık ile iç ve dış ticaret şirketlerine yöneliktir[309]. Yabancılar yerli ortak ile yatırım yapmayı tercih etmiş ve bu tercihte çimento ile gıda işletmeleri öne çıkan imalat sanayileri olmuştur. Türkiye'de 1927 yılında 113 ve 1933 yılında 71 yabancı firma faaliyet gösterirken 1934-1938 döneminde ise ancak 32 yeni yabancı firma faaliyete geçmiştir. Yabancı sermaye 1926-1933 döneminde yeni yatırım olarak toplam 39,1 milyon TL yatırım yapmış ancak buna karşılık 39,9 milyon TL kar ve faiz gelirini dışarı transfer etmiştir. Diğer taraftan bunlara paralel olarak Türkiye'de 1926-1950 döneminde 24 ayrıcalıklı şirket millileştirilmiş ve bu millileştirmeler için 154,7 milyon TL bedel belirlenmiştir[310].

Liberal ekonomi politikalarının 1950 yılından sonra benimsenmesi sonucu yabancı sermayenin ülkeye girişi ile ilgili hukuki tedbirler alınmaya başlanmış ve yabancı sermayeye transfer garantisi ve özel sektörün dış borçlarının faizini transfer etmesi imkanı sağlanmıştır. Bunlardan yeterli verimin alınamaması neticesinde Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu (YSTK) ile yabancı sermayenin faaliyet kolları daha da genişletilmiş ve Petrol Kanunu (PK) ile yabancı sermaye yatırımları, Türkiye'de petrol arama, sondaj, üretim, tasfiye ve dağıtım işlemleri ile ilgili olarak faaliyette bulunabilme imkanı sağlanmıştır. Böylece Türkiye'ye gelen yabancı sermaye diğer yollarla gelen sermayeye oranla daha fazla olmuştur[311]. 1973 yılından sonra yabancı sermaye girişi azalmış hatta bazı yıllarda çıkışların girişlerden fazla olması dolayısıyla yabancı sermaye azalma göstermiş buna paralel olarak yabancı sermayeli firma sayısı da azalarak 100'ün altına düşmüştür[312]. 1954'ten 1980'e kadar geçen sürede Türkiye'ye yaklaşık 230 milyon dolar yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir[313]. Ancak bu dönemde yabancı sermaye miktarı alınan toplam dış kredilerin %5'ine ulaşamamıştır[314].

---

[309] Çağlar Keyder, **Dünya Ekonomisi İçinde Türkiye**, Yurt Yayınları, Ankara, 1982, s.90.
[310] Tezel, a.g.e., 1994, ss.217-218.
[311] Baran Tuncer, Türkiye'de Yabancı Sermaye Sorunu, **AÜ SBF Yayınları**, Ankara, 1968, s.79.
[312] Süreyya Hiç, **Türkiye Ekonomisi**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1994, s. 108.
[313] Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2001, s.104.
[314] Kazgan, a.g.e.,1988, s. 272.

1970'li yılların sonuna kadar uygulanan kalkınma politikaları, küresel ekonomik dönüşüm ve yaşanan krizler nedeniyle ekonomi politikalarının yeniden ele alınmasını gerektirmiştir. 24 Ocak kararları ile Türkiye ekonomisi 1980 sonrası bir dönüşüm içerisine girerek benimsenen dışa açık liberal politikalar ile ekonomide ihracata dayalı sanayileşme stratejisini izlemiştir. Uygulanmaya başlanan liberalizasyon politikaları aynı zamanda dış ticaret rejimi, para ve döviz piyasaları ve özelleştirme programlarını da içermektedir[315]. Yabancı sermayeye yönelik olarak "Ekonomik İstikrar Tedbirleri" kapsamında yapılan düzenlemeler ile 1983 yılından itibaren finansal serbestleşme yönünde atılan adımlar, yabancı sermaye yatırımlarına ivme kazandırmıştır. Böylece yabancı sermaye Türk özel sektörüne açık her alanda, her türlü mal ve hizmet üretimine yönelik faaliyetlerde bulunabilme imkanına sahip olmuştur. Diğer taraftan 1986 yılında sermaye piyasalarının açılmasının etkisiyle yabancı sermaye türünden PY girişleri de başlamış ve bu türden net yabancı sermaye girişinde yüksek artışlar gerçekleşmiştir. Böylece Türkiye'ye yönelik uluslararası yabancı sermaye girişlerinde görece artış olmuştur. 1980-1989 sürecinde DYY türünden yabancı sermaye miktarı 900 milyon dolar civarında 1986 yılına kadar olmayan PY türünden girişler ise 1986-1989 döneminde yaklaşık 1,6 milyar dolar civarında olmuş ve toplamda yaklaşık 2,5 milyar dolar yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir. DYY açısından değerlendirildiğinde döneme ilişkin sermaye girişleri 1980 yılına kadar verilen izinlerden de fazla olmuştur. 1980 yılından itibaren dışa açık bir büyüme stratejisi izleyen Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin türlerine göre gelişimi Grafik:4.1a'da gösteriliştir.

1980'li yıllarda başlayan liberalizasyon politikaları sonrasında kambiyo mevzuatında yapılan değişikliklerinin 1989 yılında tamamlanması ile Türkiye'de finansal serbestleştirme politikasını tam olarak gerçekleştirmiştir. Böylece 1989 yılından başlamak üzere DYY ve PY yatırımlarından oluşan toplam yabancı sermaye miktarındaki girişler Grafik:4.1c'de gösterildiği gibi giderek artmıştır. DYY ve PY'larından oluşan net yabancı sermaye girişi 1988 ve 1989 yıllarında sırasıyla yaklaşık 1,5 ve 2 milyar dolar ile 1990 ve 1991 yıllarındaki sırasıyla aldığı 1,3 milyar ile 3,2 milyar dolar miktarlarından PY'larının ağırlıklı etkisiyle 1993 yılında yaklaşık olarak 4,5 milyar dolara ulaşmıştır. 1991 körfez krizinde net PY ve DYY girişlerinde bir miktar azalış olmuşsa da sanıldığının aksine bu miktar yıllık bazda çok büyük boyutlarda gerçekleşmemiştir. Ancak 1991 yılında sermaye hesabının 2,4 milyar dolar negatif

[315] Sübidey Togan, "The Economy of Turkey Since Liberalization", **Journal of Comperative Economics**, 1998, s.583.

değer alması bankacılık sektörü ağırlıklı varlıkların yaklaşık 2,5 milyar dolar olan negatif miktarından kaynaklanmıştır.

1994 yılında ise Türkiye'de yaşanan ekonomik kriz ile birlikte net sermaye girişi yaklaşık 1,5 milyar doların üzerinde gerçekleşebilmiştir. Kriz sonrası 1995 ekonomik istikrar paketi çerçevesinde getirilen politikalarla yabancı sermaye yatırımlarında küçük bir artış yaşanmış bu artış PY ağırlık olarak 1996 ve 1997 yıllarında ivmelenerek artmış fakat 1998 yılında Rusya krizinin etkisiyle nedeniyle yine PY'ındaki 5 milyar doların üzerindeki bu sefer çıkış gerçekleşerek DYY ve PY' dan oluşan net sermaye girişi toplamda 7 milyar dolar civarında negatif değer almıştır. PY net girişleri 1999 ve 2000 yıllarında pozitif yönde devam edip sırasıyla 3 milyar dolar ve 1 milyar doların üzerinde gerçekleşse de 2001 yılında yaşanan kriz nedeniyle PY'da yaklaşık 4,5 milyar dolar çıkış gerçekleşmiştir. 1999, 2000 ve 2001 yıllarında net yabancı sermaye girişi sırasıyla yaklaşık 3,2, 1,1 ve -1,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılına kadar ortalama olarak 400 milyon dolar civarında olan DYY türünden yabancı sermaye girişlerinde az da olsa artışlar gerçekleşmiş ancak net toplam sermaye girişlerini etkileyecek çok büyük değişiklik yaşanmamıştır. 2001 yılında ise net DYY girişi yaklaşık 3 milyarı doların üzerinde geçekleşmiş[316] ve aynı yıl -4,5 milyar dolara ulaşan PY'nın toplam sermaye hareketlerine olan negatif etkisini azaltmıştır.

Kriz sonrası 2002 yılında yaklaşık 1 milyar dolar net DYY girişine karşılık 600 milyon dolarlık PY girişi ile DYY ve PY'ından oluşan net toplam sermaye girişi ancak 400 milyon dolar olarak gerçekleşebilmiştir. 2003 yıllında ise toplam sermaye girişi yaklaşık 3,7 milyar dolar olmuştur. Bunun 2,5 milyar doları PY, 1,2 milyar doları ise DYY aracılığı ile gerçekleştirilmiştir. 2003 yılında Türkiye'de çıkarılan DYY kanunu ve dünyada yaşanan likidite bolluğunun da etkisi ile hem PY hem de DYY' da artışlar gerçekleşmiştir. Böylece 2004 ve 2005 yılında gerçekleşen toplam net sermaye girişi sırasıyla yaklaşık 10 ve 22 milyar dolar rakamlarına ulaşmıştır. Bunda PY 2004 yılında 9 milyar dolar ve 2005 yılında 13 milyar dolar paya sahip olmuş ve DYY'ın üzerinde net giriş miktarları gerçekleşmiştir. 2006 yılında ise DYY, PY'ın üzerinde gerçekleşmiş ve PY bir önceki yılla göre azalmıştır. 2006 yılında toplam net sermaye girişi 23,5 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. 2007 yılında azalan PY girişleri 2008 yılında yaklaşık

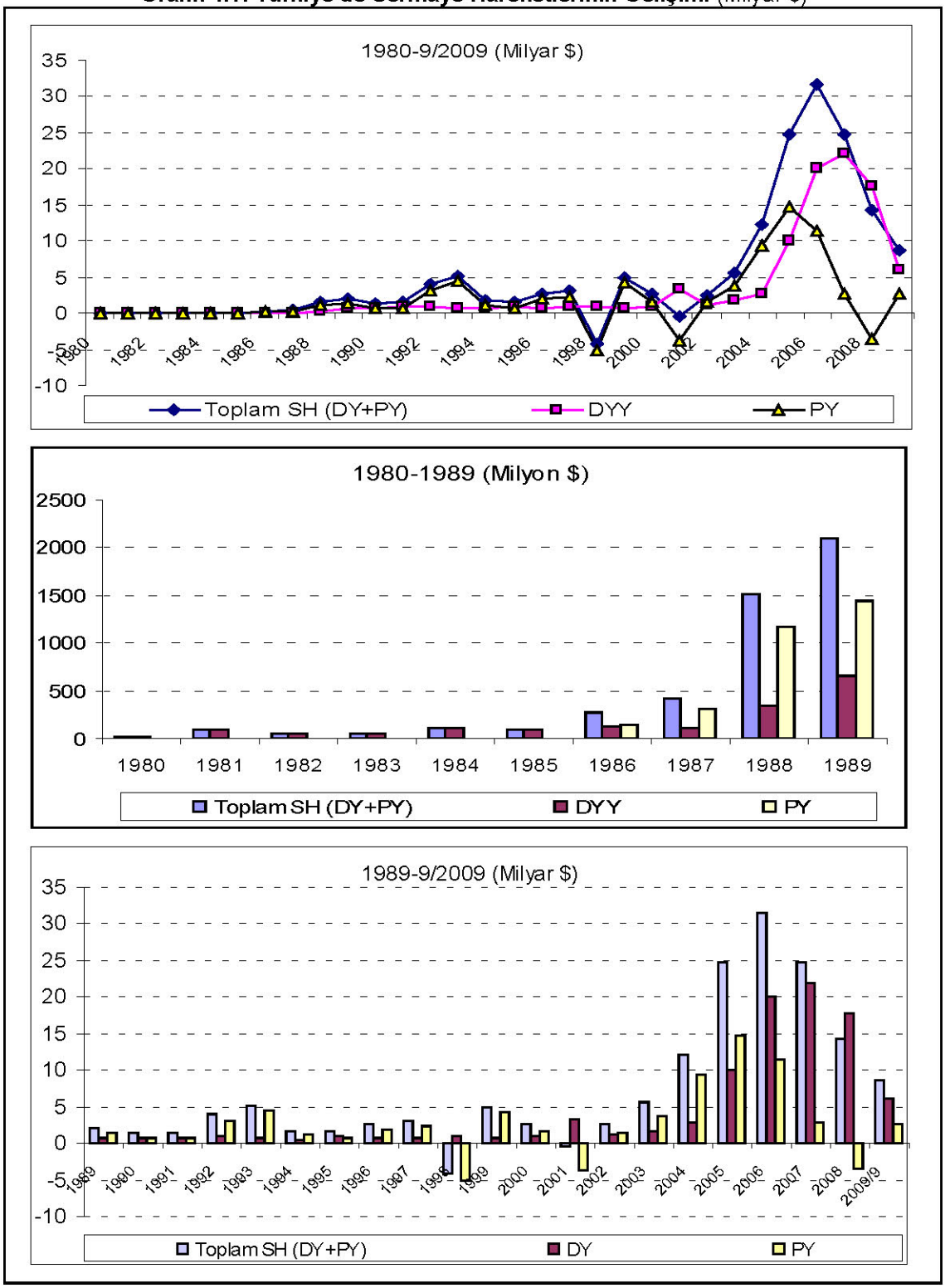
[316] Bu yükselişin nedeni bu dönemde bankacılık sektöründe yaşanan satın alma ve birleşmelerdir. İş Bankası Telecom Italia ile ortaklık yapmış ve Demirbank ise bir İngiliz firmasına satılmıştır. TC Maliye Bakanlığı, "2000 yılından 2007 yılına kadar olan özelleştirmeler" **Özelleştirme Daire Başkanlığı**, 2008.

3,5 milyar dolar ile negatif değer almıştır. Ancak 2007 yılında DYY ve PY'dan oluşan toplam sermaye girişleri yaklaşık 32 milyar dolar olan 2006 yılındaki seviyesinin altında gerçekleşerek yılı yaklaşık 25 milyar dolar ile kapatmıştır. 2007 yılında toplam net sermaye girişi ise yaklaşık 20 milyar dolar olmuştur. DYY girişleri 2007 yılında bir önceki yıla göre artış göstererek yaklaşık 22 milyar dolar ile yılı tarihi rekor ile kapatmıştır. Bu rakam 2004 yılına göre yaklaşık 3,5 kat artışı gösterirken 2005 yılına göre ise yaklaşık iki kat artışı göstermektedir. 2008 yılında dünya finansal krizinin de etkisi ile DYY bir önceki yıla göre azalmış PY ise negatif değer almıştır. 2009 yılı Eylül ayı itibari ile DYY ve PY girişleri sırasıyla 6 ile 2,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve 2009 yılının ilk üç çeğreğinde toplam sermaye girişi 8,6 milyar dolar olmuştur.

Grafik:4.1b'da gösterildiği gibi dönem boyunca gerçekleşen net DYY açısından çarpıcı sonuç 1980–1985 yılları arasında karşımıza çıkmaktadır. Bu dönemde DYY girişileri toplam yabancı sermaye girişlerine denktir. Bunun nedeni sermaye piyasasının açılmamış olmasıdır. Türkiye önemli ölçüde tek bir büyük ölçekli yatırımla 2001 yılında sağladığı 3,3 milyar dolar DYY girişi hariç 1980-2002 döneminde genel olarak DYY girişleri, arzu edilen düzeylerde gerçekleşmemiştir. DYY, 2003 yılı ve sonrasında artış ile 2007 yılında ulaştığı tarhi zirvesini 2008 yılı ve 2009 yılının ilk üç çeyreğinde aşamamıştır. Ancak DYY kanunu ile 2003 yılı sonrasında başlayarak 2008 yılına kadar artış trendini sürdürmüştür.

PY ise 1986 yılından itibaren sermaye piyasalarının açılmasından sonra hacim olarak artış gösterse de genel olarak spekülatif amaçlı olarak gerçekleşmiş ve Türkiye'nin yaşadığı krizlerin en önemli nedeni kabul edilmiştir. Kriz yılları bu türden yatırımların negatif değerler aldığı yıllar olmuştur. Türkiye açısından spekülatif amaçlı olan PY'ı krizleri izleyen yıllarda artış göstererek 2001 yılı sonrası sürdürdüğü artış trendi sonrası tarihi zirvesine 2005 yılında ulaşlaşmıştır. 2005 yılı sonrası sürekli azalarak 2008 yılını negatif değerde kapatmıştır. Ancak 2009 üçüncü çeyeği sonu itibari ile pozitif değere ulaşmıştır.

Grafik 4.1: Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Gelişimi (Milyar $)



Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http//evds.tcmb.gov.tr/ (17.12.2009).

Özetle Türkiye' de 1980 yılında başlatılan finansal serbestleşme süreci ile 1986 yılında sermaye piyasaları açılmış ve 1989 yılında kambiyo kısıtlamalarının kaldırılması sonucu sermaye hareketlerinin serbest dolaşımı sağlanarak süreç tamamlanmıştır. Sermaye hareketlerinin tam olarak serbestleştirildiği 1989 yılı sonrası Türkiye'ye yönelik net sermaye hareketleri 1998 Asya krizi sonrası ve 2001 Türkiye krizinde iniş ve çıkışlar gösterse de, artış trendinde olmuştur. Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanununun yürürlüğe girmesi ile 2003 yılından itibaren Türkiye' ye yönelik sermaye girişi türü değişme eğilimine girmiş ve 2006 yılına kadar toplamda artış olağan üstü boyutlarda hızlanarak devam etmiştir. Bu artış trendi 2007 yılında DYY' daki artışa rağmen PY' daki azalışın etkisi ile kırılmıştır. Sermaye girişi 2008 yılı ile dünya likidite krizinin de etkisi ile azalış hızlanarak devam etmiş ve bu azalış 2009 yılının ilk üç çeyreğinde de devam etmiştir. Böylece 1980' lerin ikinci yarısından sonra Türkiye' ye yönelik sermaye hareketleri özellikle 1989 yılı sonrası iniş çıkışlar gösterse de artış trendinde olmuş ve bu artış 1990'lar ile 2007 yılına kadar devam etmiş ancak 2007 ve sonrası 2008 ve 2009 yıllarında bu artş trendi kırılmıştır.

4.2.Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu

Dış ekonomik dengeye yönelik olarak oluşan cari açık sermaye hareketleri ile kapatılır. Sermaye hareketlerinden DYY ve PY da ödemeler dengesi finans hesabında cari açığın finansmanında kullanılır. Türkiye' de sermaye giriş ve çıkışları ödemeler dengesi bilançosu finans hesabı içinde varlıklar ve yükümlülükler cinsinden üç kalemde gösterilmektedir. Temelde sermaye hareketlerini yansıtan bu kalemlerden ikisini DYY ve PY'dan oluşmaktadır.

Türkiye'de finans hesabıyla sermaye hareketlerinin türleri arasındaki farklar sermaye hareketlerinin gelişimi başlığı altında verildiği üzere dönemler itibarıyla çok büyük miktarlara ulaşmaktadır. Ayrıca finans hesabı kriz dönemlerinde yine bu türlerden daha fazla miktarda açık vermektedir. Finans hesabı içersinde üçüncü kalem olan diğer yatırımların giderek artan hacmi ve bu hacmin hesap içindeki ağırlığı hem dikkat çekici hacimlere ulaşmış hem de dış denge sorunsalını açıklayıcı potansiyeli nedeniyle analize değer bulunmuştur. Bunun nedeni Türkiye'ye giren sermaye hareketlerinin bu türleri dışındaki sermaye hareketleri giriş/çıkısınının gösterildiği diğer yatırımlar olarak adlandırılan ve kredi giriş/çıkışlarını ihtiva eden bir diğer, üçüncü, sermaye hareketleri türünün hacmi volalitesidir. Diğer yatırımlar içeriğindeki Genel

Hükümet ve MB kalemleri dikkate alınmadığında bu kalemi oluşturan bankalar ve banka dışı diğer sektörler bir başka ifadeyle firmalardır.

Bu çerçevede son dönemde sermaye hareketleri türlerinden DYY ve PY cari işlemler hesabına etkisi açısından finans hesabını hacim olarak tam yansıtmamaktadır. Bu nedenle sermaye hareketlerini oluşturan DYY, PY ve Diğer yatırımların hacimleri kambiyo rejimi sonrası varlık ve yükümlükler olarak Tablo:4.1'de verilmiştir.

Tablo 4.1: Açık Kombiyo Rejimi Altında Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu (Milyon $)

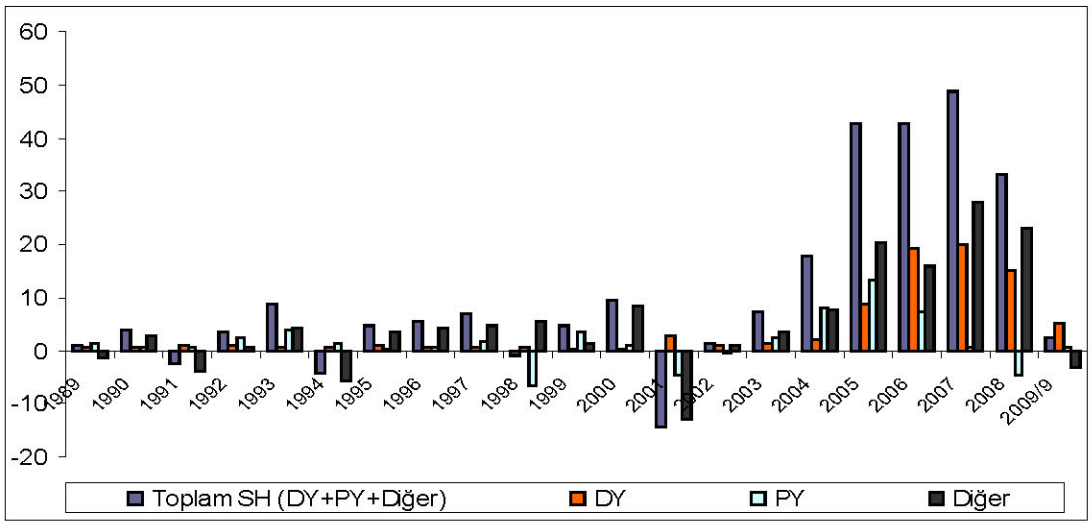
YILLAR	Toplam SH (DY+PY+Diğer)*	Toplam SH (DY+PY)	DY (Yurtdışında)	DY (Yurtiçinde)	PY (Varlık)	PY (Yüküm.)	Diğer (Varlık)	Diğer (Yüküm.)r
1989	2229	2108	0	663	-59	1445	371	-1640
1990	4604	1365	16	684	-134	681	-409	3199
1991	-1286	1524	-27	810	-91	714	-2563	-1240
1992	5002	4009	-65	844	-754	3165	-2438	2896
1993	10104	5116	-14	636	-563	4480	-3291	7655
1994	-2639	1731	-49	608	35	1123	2423	-8397
1995	5242	1588	-113	885	-466	703	-383	3939
1996	6453	2672	-110	722	-1380	1950	331	3970
1997	7497	3149	-251	805	-710	2344	-1750	6531
1998	339	-4149	-367	940	-1622	-5089	-1464	6762
1999	7090	4971	-645	783	-759	4188	-2304	3566
2000	8847	2597	-870	982	-593	1615	-1939	10389
2001	-13276	-375	-497	3352	-788	-3727	-601	-12296
2002	535	2585	-143	1082	-2096	1503	-777	1603
2003	8917	5602	-499	1751	-1386	3851	-986	4461
2004	19098	12196	-780	2785	-1388	9411	-6983	14657
2005	45628	24701	-1064	10031	-1233	14670	-578	20834
2006	44669	31587	-924	20185	-4029	11402	-13437	29492
2007	50003	24826	-2106	22046	-2063	2780	-4858	32838
2008	33316	14216	-2585	17718	-1276	-3502	-10896	33793
2009**	2209	8649	-853	6021	-1969	2628	2616	-5969

* MB ve Genel Hükümet hariç, ** Eylül 2009

Kaynak: TCMB, **İstatiski Veriler**, EVDS, Ödemeler Dengesi Analitik Sunum, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr/ (17.12.2009).

Türkiye'de sermaye hareketlerinin cari açığın kapatılmasındaki önemi nedeniyle mevcut kompozisyonunun olası dış denge sorunsalına etkileri ortaya konabilmeli veya açıklanabilmelidir. Bu nedenle Grafik:4.2'de gösterildiği gibi sermaye hareketleri oluşturan kalemlerde bir bütün olarak ve dönemler itibariyle meydana gelen hacimsel farklılıkların yüksek oranlı değişimlerinin dikkatte alınması gereklidir. Bu çerçevede izleyen başlıklarda sermaye hareketlerini oluşturan ana kalemlerin gelişimi ile sermaye hareketlerinin olası reel ekonomik etkisinin ortaya konabilmesi için birikim kanalları ile ana sektör ve alt sektör dağılımları incelenecektir.

Grafik 4.2 Net Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu (Milyar $)



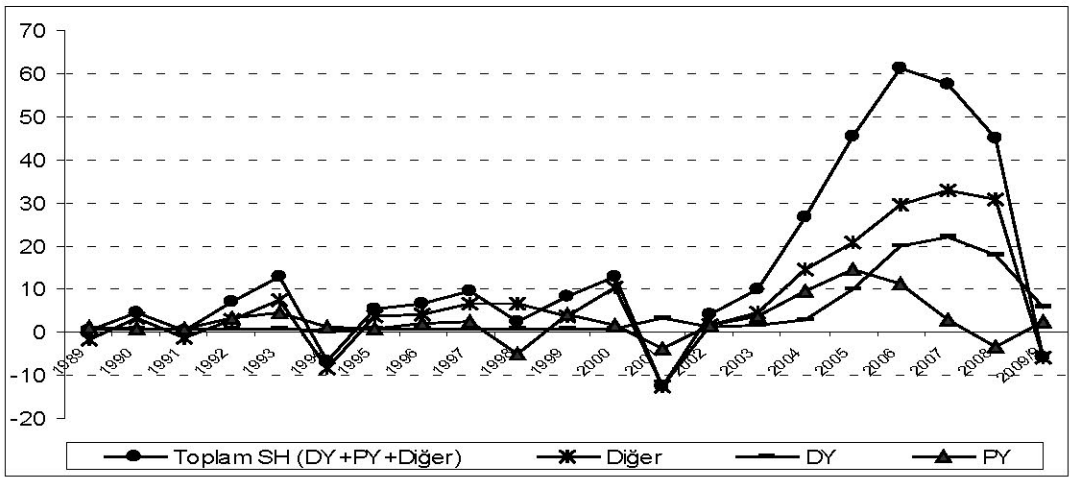
Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (17.12.2009).

4.2.1.Bileşenleri ve Gelişimi

Semaye hareketlerini oluşturan DYY ve PY bileşenlerine bir bütün olarak yükümlülükler cinsinden bakıldığında sermaye hesabının açılmasından sonraki 1989-2009 döneminde sermaye girişlerinin 2001 yılındaki 375 milyon ABD dolarılık negatif değeri dikkate alınmazsa tek ve en yüsek negatif değeri yaklaşık 4 milyar dolar ile 1998 yılında en yüksek pozitif değeri ise yaklaşık 31,5 milyar ABD doları ile 2006 yılında aldığı görülmektedir. Ayrıca 1994, 1998, 2001 ve 2007 öncesi sermaye girişleri daha belirgin olmak üzere hacim olarak artmış ve sermaye hesabının açılmasından sonra finans hesabı girişleri diğer yatırımların etkisiyle toplamda sırasıyla 1991 Körfez krizi ile 1994 ve 2001 krizlerinde negatif değerler almıştır.

2008 yılında yaşanan dünya finansal krizinde ise önceki yıllara göre görece azalmasına karşın yılı diğer yatırımlar kalemi dahil yaklaşık 33 milyar dolar ile kapanmış ve 2009 yılının son çeğrği öncesinde de 2.2 milyar dolara ulaşmıştır. Bu durum kriz dönemlerinde diğer yatırımların etkisinin görülebilmesi için toplama MB ve Genel Hükümet alt kalemleri de dahil edilerek Grafik:4.3'de gösterilmiştir.

Grafik 4.3: Sermaye Girişlerinin Bileşenlerine Göre Gelişimi (Milyar $)

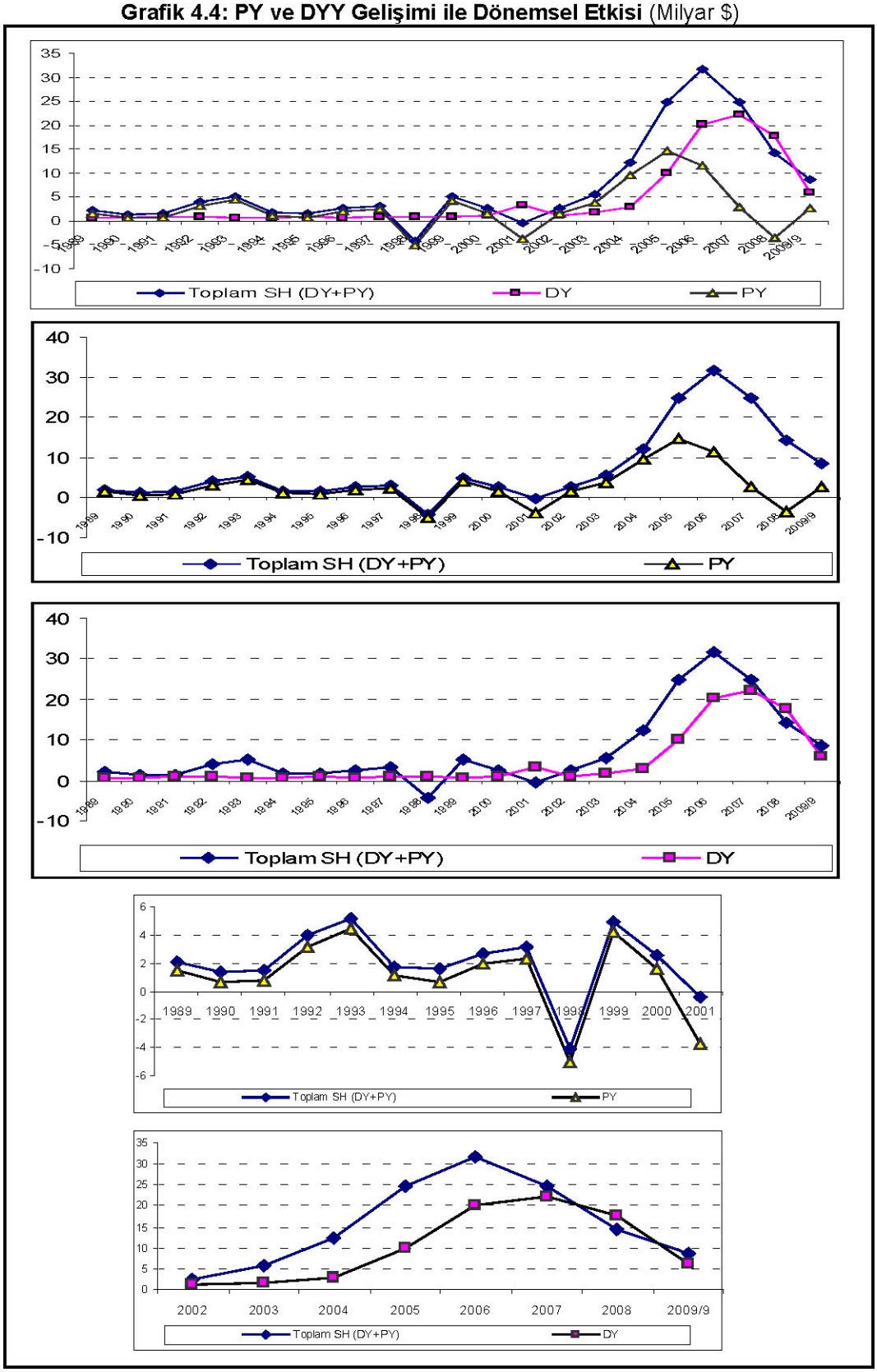


Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (17.12.2009).

Sermaye hareketlerine DYY ve PY türlerinin sermaye girişlerindeki ağırlığı ve belirleyiciliği açısından ayrı ayrı bakıldığında Grafik:5.4a ve b'de gösterildiği gibi PY türünden sermaye girişlerinin toplam sermaye giriş hacmini belirleyicilik özelliği 2004 yılına kadar sürmektedir. Ancak 2004 yılından sonra bu belirleycilik yönündeki ağırlığı azalmaktadır.

DYY'ın sermaye girişlerindeki ağırliği ise 2001 yılı hariç 2004 yılına kadar sabit düzeye yakın iken ağırlık 2004 sonrası giderek artmış ve 2007 yılında doruk noktasına ulaşmıştır. Türkiye'de DYY ve PY'larının sermaye hareketlerini belirlemedeki ağırlıkları 2001 öncesi ve sonrası dönemleri itibariyle incelendiğinde yukarıdaki analiz daha da belirginleşmektedir. Bu analize ilişkin durum ise Grafik:4.4c ve d'de görülmektedir.

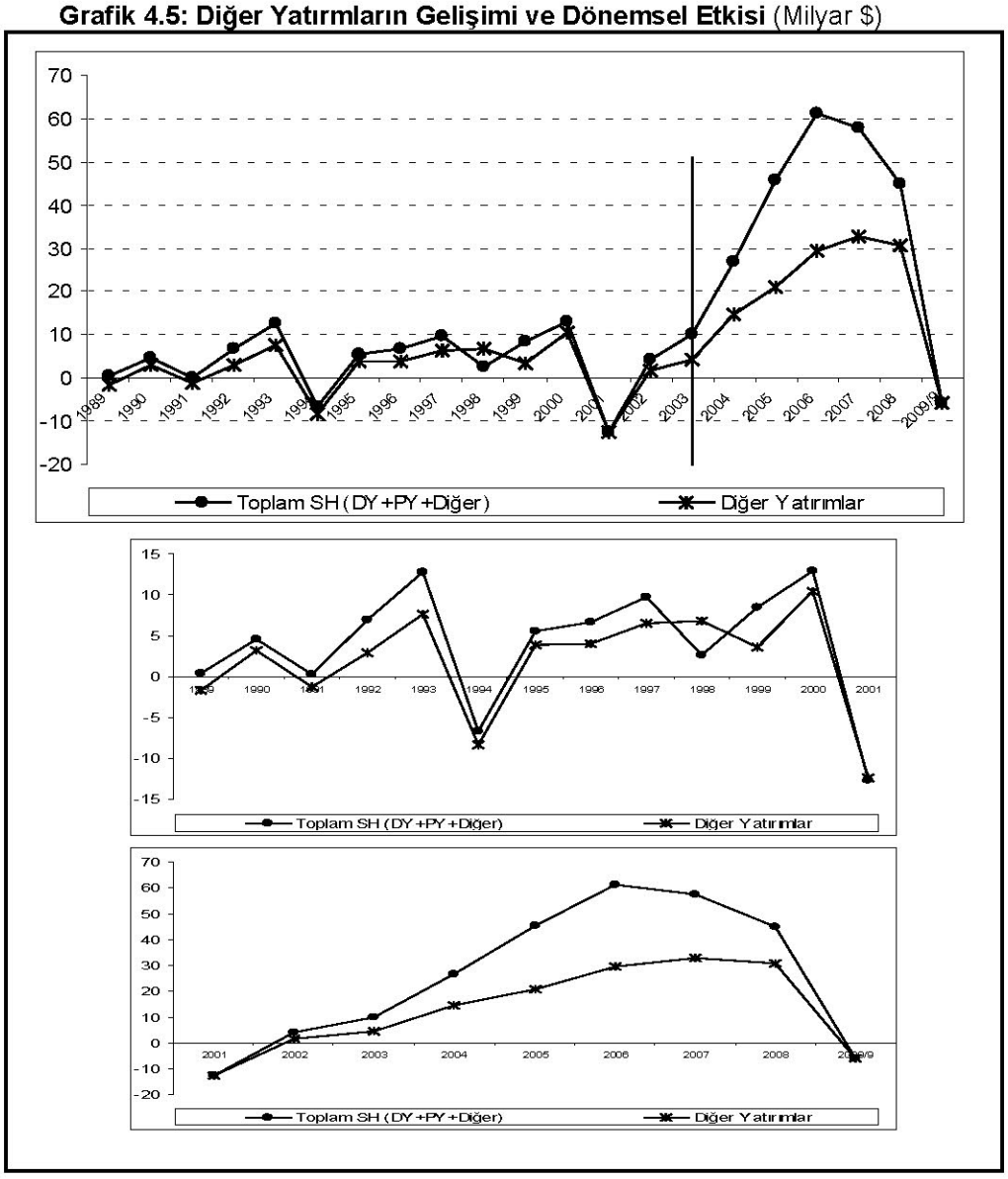
Grafik 4.4: PY ve DYY Gelişimi ile Dönemsel Etkisi (Milyar $)



Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http//evds.tcmb.gov.tr (17.12.2009).

Sermaye hareketleri kompozisyonuna DYY ve PY bileşenlerine ilave olarak kredi girişlerini temsil eden diğer yatırımları ilave ederek diğer yatırımlar türünü göz önüne aldığımızda toplam sermaye girişlerinin belirleyicilikdeki ağırlığı açısından 2001 yılına kadar PY'a benzer özellik sergilediği 2001 sonrası DYY etkisine benzer özellik taşıdığı izlenmektedir. Dikkati çeken asıl nokta ise diğer yatırımların 2001 öncesi belirleycilik açısından PY benzerlik göstermesine karşı farklı olarak Türkiye'nin kriz yılları olan 1991, 1994 ve 2001 yıllarında negatif değerler alan baskın belirleyicilik özelliği ve de 2008 dünya finansal krizini takip eden 2009 yılının ilk üççeyreğinde bu özelliğini tekrar göstermiştir.

Grafik 4.5: Diğer Yatırmların Gelişimi ve Dönemsel Etkisi (Milyar $)



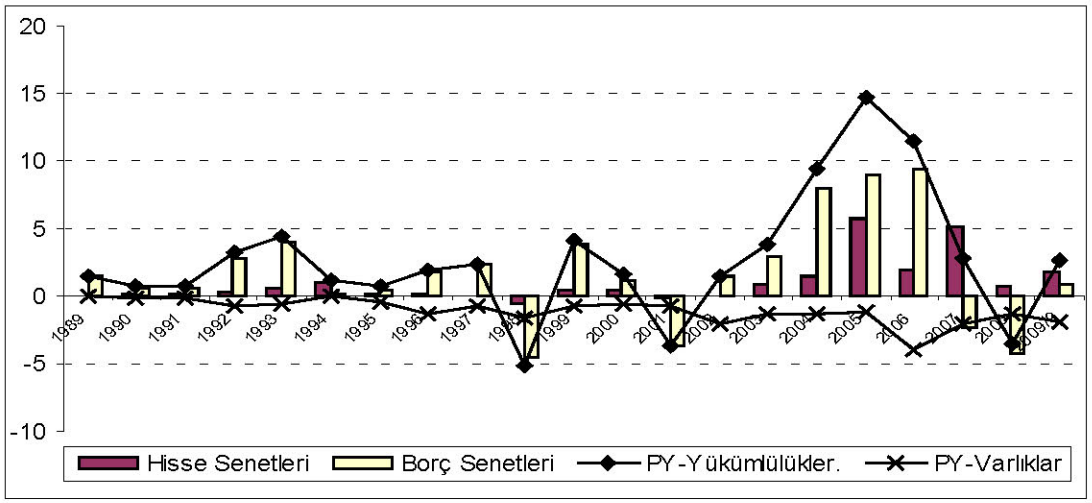
Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http//evds.tcmb.gov.tr (17.12.2009).

4.2.2.Birikim Kanalları

Sermaye hareketlerinin bileşenleri ve bu bileşenlerin gelişim sürecinde sermaye girişleri üzerindeki etkisi aynı zamanda sermaye hareklerinin birikim kanallarının özelliklerini de içermektdir. Sermaye hareketlerinden ülke döviz açığını kaptmasının yanı sıra uygulanabilecek iktisat politikaları ile ekonomik olarak orta ve uzun vadede kendisinden beklenen faydanın sağlanabilmesi ve dış denge sorununu gidermeye yönelik çözümlerden birisi olabilmesi de beklenir. Bunun için bir önceki başlıkta gelişimi incelenen ve sermaye hareketlerini oluşturan bu üç PY, DYY ve Diğer Yatırımların her birinin türlerine ve işlevlerine bağlı olarak birikim kanallarının ortaya konabilmesi gerekmektedir.

Grafik:4.6'da PY'nın birikim kanallarını oluşturan hisse ve borç senetlerinin, volalitesi yüksek borç senetleri ağırlıklı belirleyicilik özelliği döneme ilişkin kompozisyonu gösterilmiştir. Buna göre PY'nın varlıkları göz önüne alındığında PY'nın birikim kanallarında borç senetlerinin ağırlığının kısa vadeli borçlardan oluştuğu ve beklendiğinin aksine spekülatif nitelikli hisse senetleri kanalının da kriz dönemleri dahil en azından negatif yönlü volalitesinin yüksek olmadığı söylenebilir.

Grafik 4.6: Portföy Yatırımlarının Birikim Kanalları (Milyar $)



Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http//evds.tcmb.gov.tr (17.12.2009).

Sermaye hareketlerinin bir diğer giriş kanalı ise ÇUF' ların DYY' ın aracılığı ile sektörlere yaptıkları yatırımlardır. Bu giriş kanalının görülebilmesi için sermaye hareketleri türünden DYY' ların sektölere göre dağılmı ele alınabilir. Ancak Tablo:4.2'de izlenebileceği gibi DYY'ın birikim kanallarını oluşturan girişler 2003 yılına kadar izin

sistemine tabii olmuştur. Diğer taraftan 1995 yılı öncesi DYY girişlerinin ana sektör birikim kanallarının fiili girişi rakamsal değerleri ayrıma tabii tutularak yayınlanmadığından elde edilememiş ancak 1989-1994 yılları için izin verilen toplam filli girişler bir bütün olarak ana sektörleri temsilen gösterilmiştir. Hacim olarak karşılaştırılması gerekirse sermaye hesabının açılmasından sonra 2001 yılı hariç 2003 yılına kadar gerçekleşen DYY'da belirgin bir değşiklik olmadığı gibi bu dönemde gerçekleşen DYY yaklaşık yıllık ortalama 700 milyon ABD dolar civarında gerçekleşmiştir.

Tablo 4.2: DoğrudanYatırımların Ana Sektörlere Göre Dağılımı (Milyon $)

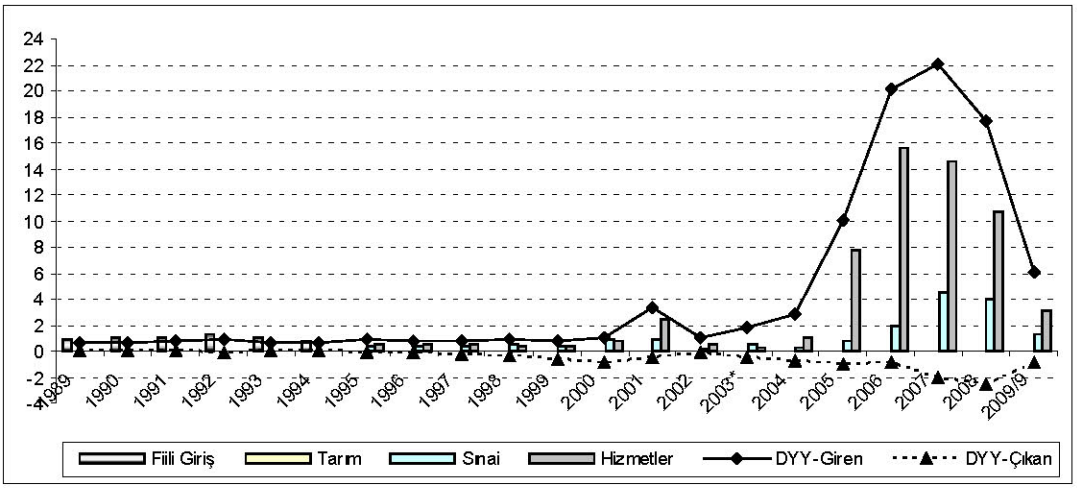
YILLAR	TARIM	SINAİ (İmalat+Madencilik)	HİZMETLER
1989*		855	
1990*		1000	
1991*		1041	
1992*		1242	
1993*		1016	
1994*		830	
1995	12	388	534
1996	23	424	467
1997	47	349	456
1998	38	553	362
1999	13	353	447
2000	12	932	763
2001	3	846	2439
2002	2	112	508
2003	1	462	282
2004	6	289	996
2005	7	828	7703
2006	6	1990	15649
2007	5	4540	14645
2008	44	3988	10677
2009/9	23	1351	3073

* 1995 yılı öncesi DYY fiili girişleri ana sektörler itibarıyla ayırma tabii tutulmadığından izin verilen yabancı sermaye yatırımlarının fiili girişleri ana sektörleri temsil niteliğinde verilmiştir.

Kaynak: 1989-1994 dönemi verileri; HM, **Türkiye'de Yıllara Göre Yabancı Sermaye Yatırımları**(1980;2003),erişim:http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/%c4%b0statistikler/Uluslararas%c4%b1%20Do%c4%9frudan%20Yat%c4%b1r%c4%b1m%20%c4%b0statistikleri/4875%20Say%c4%b1l%c4%b1%20Kanun'dan%20%c3%96nceki%20B%c3%bclten%20ve%20%c4%b0statistikler/T%c3%bcrkiye'de%20Y%c4%b1llara%20G%c3%b6re%20Yabanc%c4%b1%20Sermaye%20Yat%c4%b1r%c4%b1mlar%c4%b1%20(1980:2003).xls (17.03.2009), 1995-2002 dönemi verileri; HM, **Yabancı Sermaye Raporu**, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, 2001 s.7, 2003 s.6 ve 2005 s.11, 2003-Eylül 2009 dönemi veriler; HM, **Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü**, Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni, erişim:http//:www.hazine.gov.tr/iri/go/docs/documents/Hazine%20Web;http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=navurl://ece24785e13b51af18464d81e80b65f0&LightDTNKnobID=1728274996 (19.12.2009).

2003 yılında yürürlülüğe giren DYY kanunu ile yabancı sermayeli şirketlerin kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin izin sistemi kaldırılmıştır. DYY'ın birikim kanalları 2004 yılına kadar tarım ve 1998 ile 2000 yılındaki sınai sektörüne olan küçük hacimdeki sermaye girişi hariç hizmet sektörü ağırlıklıdır. 2004 yılı ve sonrasında sınai sektörünün payı bir miktar artmışsa da hizmet sektörünün oransal ağırlığı olağan üstü boyutlara ulaşmıştır. Hizmet sektörü kanalı aracılığı ile 2005 ve 2006 yıllarında sırasıyla 7,7 ile 15,7 milyar dolarlık sermaye girişine karşılık bu artış 2007 ve 2008 yıllarında azalsa da yine de 14,7 ve 10,7 milyar dolarlık girişlerle yüksek düzeylerde seyretmiş ve 2009 yıllının ilk üççeyreğinde ise yaklaşık 3 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Ancak imalat ve madenclik sektörlerinde oluşan sınai kesimine yönelik olarak 2007 yılında gerçekleşen yaklaşık 4,5 milyar dolar olan DYY girişi görece dikkat çekicidir. Sınai sektörün kanalı ile girişi 2008 yılında yaklaşık 4, 2009 yılının ilk üç çeyreğinde ise 1,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bir diğer dikkat çeken nokta ise tarım sektörü kanalı ile giriş yapan yabancı sermayenin 2008 yılındaki yaklaşık 44 milyon dolar ile 1997 yılında ulaştığı hacime yaklaşması ve 2009 yılının ilk üççeyreğindeki 23 milyon dolar ile bir önceki yıl hariç son on yılın en yüksek hacmine ulaşmasıdır. Sermaye hareketlerinin DYY kanalı ile girişlerinin ana alt sektölere göre dağılımı sermaye hareketlerinin diğer birikim kanallarının alt sektör dağılımları ile karşılaştırılabilmesi amacıyla Tablo:4.3'de ayrıca verilmiştir.

Grafik 4.7: Doğrudan Yatırımlarının Birikim Kanalları (Milyar $)

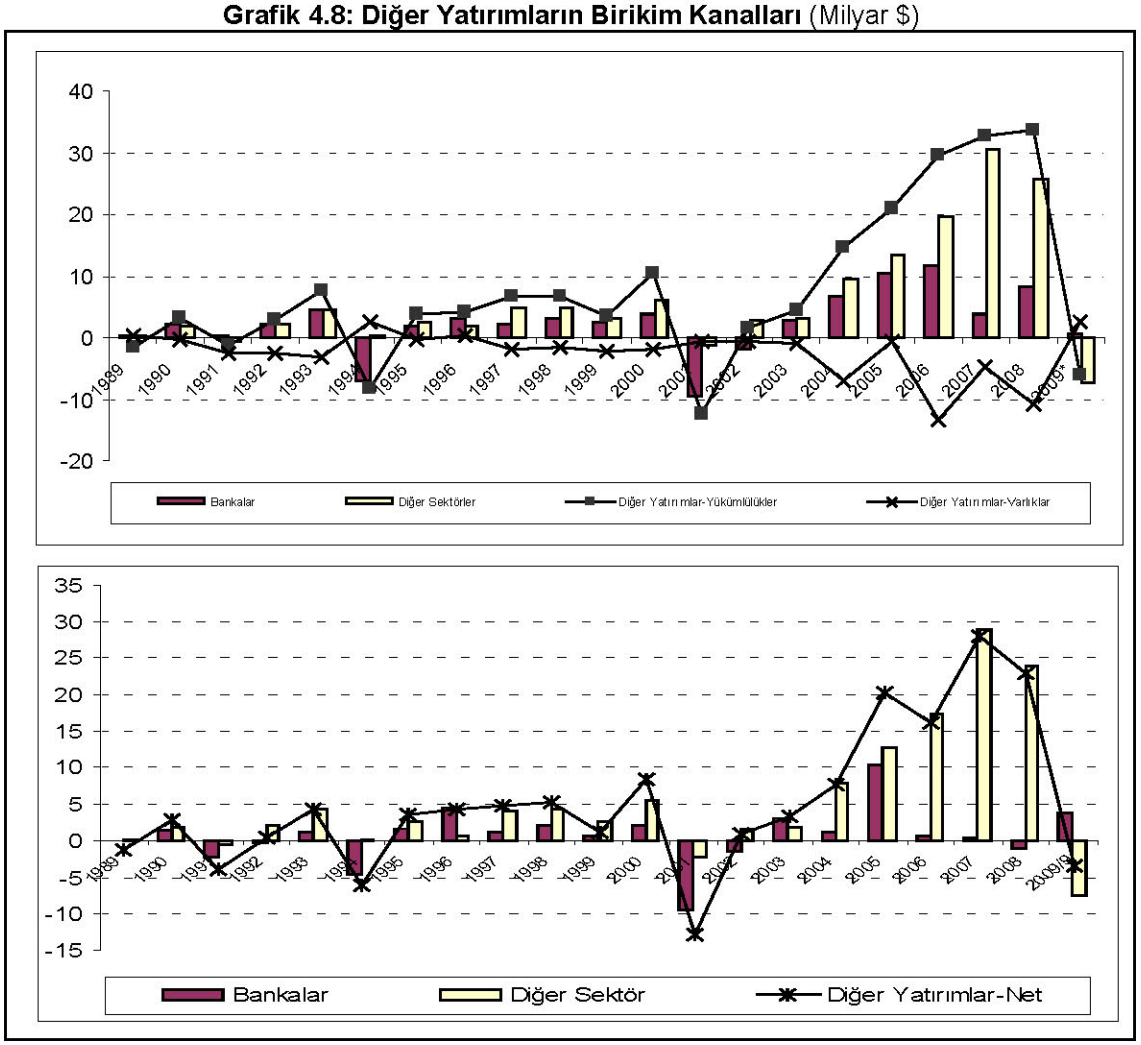


* İzin sistemi kaldırılış tarihi

Kaynak: HM, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar, erişim: http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymous/ (17.03.2009;19.12.2009).

Kredi giriş ve çıkışını gösteren üçüncü ve son sermaye hareketleri kanalı diğer yatırımların birikimi ise daha öncede belirtildiği gibi bankalar ve bankacılık dışı diğer sektörler aracılığı ile olmaktadır. Bir başka ifade ile diğer yatırımların birikim kanalları görece daha düşük hacimlerden oluşan MB ile Genel Hükümet alt kalemleri dikkate alınmadığında ağrlıklı olarak bankalar ve bankacılık dışı diğer sektörlerden oluşmaktadır.

Grafik 4.8: Diğer Yatırımların Birikim Kanalları (Milyar $)



Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http//evds.tcmb.gov.tr (19.12.2009).

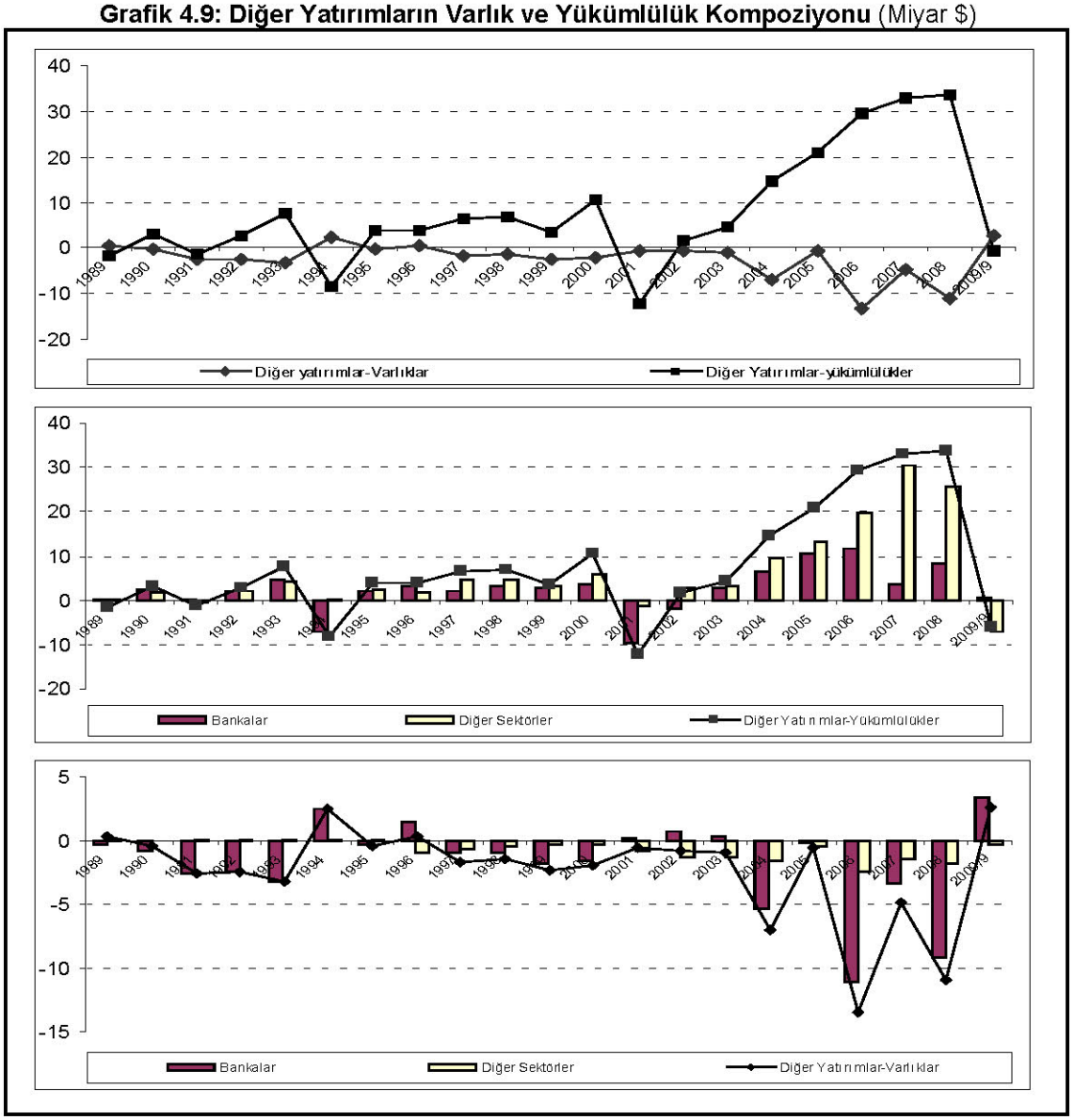
Türkiye'de döneme ilişkin diğer yatırımların bankalar ve diğer sektör ayrımındaki giriş kanallarının gelişimi Grafik:4.8a'da verilmiştir. Buna göre 2002 öncesi, kriz dönemleri bankacılık kesimimin belirleyiciliğindeki baskınlık hariç, bankalar ve diğer sektörlerin diğer yatırımları belirlemedeki ağırlıkları değişkenlik sergilerken genel olarak diğer sektörlerin ağırlığı 1992 ve 1993 yılları ile 1996 yılı sonrasında dikkati çekmektedir. 2002 ve sonrasına ilişkin olarak ise 2003 ve 2005 yıllarındaki bankaların

etkisi hariç diğer sektörlerin diğer yatırımlardaki belirleyiciliği 2004, 2006 ve 2007 yıllarında olağan olağanüstü hacimlere ulaşmıştır. Bu belirleyicilik 2008 ve 2009 yıllarında da sürmüş ancak 2008 yılında da pozitif iken 2009 yılında negatif yönlü olmuştur. Diğer yatırımların birikim kanalarının belirleyiciliğinin ve bileşenlerinin volalitesinin daha açık izlenebilmesi amacıyla diğer yatırmların net birikim kanalları Grafik:4.8b'de verilmiştir.

Grafik:4.9a'da izlenebileceği gibi diğer yatırımlara varlıklar ve yükümlülükler olarak bakıldığında kriz dönemlerinde yükümlülüklerin negatif yönde artığı ve varlıklar ile yükümlükler arasındaki bandın ise 2003 sonrası giderek açıldığı ve 2008 yılında dünyada yaşanan finansal krizin etkisi ile daralmaya başladğı ve 2009 yılının sonuna doğru bandın kapandığı görülmektedir. Diğer yatırımlara varlıklar olarak bakıldığında bankaların dönem boyunca varlıkların oluşumunda etkin olduğu görülmektedir. Bu durum Grafik:4.9c'de gösterilmiştir. Diğer taraftan diğer atırımlara yükümlülkler olarak baktığımızda 2003 yılı sonrası diğer sektör yükümlüklerinin büyük bir kısmını oluşturduğu görülmektedir. Bu durum ise yine Grafik:4.9b'de gösterilmiştir.

Diğer yatırımların kriz dönemlerinde bankalardan kaynaklanan negatif yönlü volalitesi bankaların açık pozisyonlarından kayaklanmaktadır. Diğer sektörler kanalıyla kriz dönemleri haricinde yüksek hacimler ulaşan net kredi girişi kaynaklı sermaye girişlerinin diğer sektörlerin kredi ve borçlanma tercihlerinden kaynaklandığı söylenebilir. Ancak kredi giriş çıkışlarını ifade eden diğer yatırımların bu yüksek boyutlu hacmi olası volalitesinin yaratabileceği makro ekonomik etkileşimler dış denge sorunsalına katkı sağlayabilecek potansiyeldedir.

Grafik 4.9: Diğer Yatırımların Varlık ve Yükümlülük Kompoziyonu (Miyar $)



Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http//evds.tcmb.gov.tr/ (17.12.2009).

4.2.3.Ana ve Alt Sektör Dağılımı

Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin gelişimi ile 1989 sonrası sermaye hareketlerinin tam olarak serbestleşmesi sonrasına ilişkin bileşenlerinin gelişimi ve bu bileşenlerin birikim kanalı incelenmiş ve mevzuattaki gelişmeler ile küresel ekonominin küreselleşmesine paralel olarak oluşan hacim değişiklikleri ve sermaye hareketleri türlerinin dönüşerek artan önemi ortaya konmuştur. Bu çerçevede genelde GOÜ ve özelde 1980 sonrası ihracata dayalı büyüme politikası izleyen Türkiye için sermaye hesabının ödemeler dengesindeki dış ticaet açıklarını finanse etmesi dolayısıyla cari işlemler açıklarını kapatmaya yönelik önemi ortadadır. Ancak sermaye hareketlerinden

beklenen faydanın sağlanabilmesi ve büyümeye etkisinden ziyade büyüme dinamilerine olan etkisinin de ortaya konabilmesini gerekmektedir. Bu nedenle sermaye hareketlerinin etkisine yönelik olarak sermaye girişlerinin sektöre ve alt sektörlere göre dağılımının incelenmesi de de gerekmekyedir. Çünkü katma değeri yüksek ve faktör verimliğindeki artışa dayalı üretken yatırımları finanse etmeyen, ithalata bağımlı ihracatı uyarsa da ithalatı karşılayamayan bu tür bir dış finansmanın sadece ekonominin küreselleşmesi adına sürdürülmesinin yaratabileceği olası dış denge sorunlarının giderilmesi sağlanamayabilir.

1989 yılı ve özellikle 2001 krizi sonrası Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin sektör ve alt sektörlere göre dağılımı Toblo:4.3' de verilmiştir. Buna göre 1989-1994 yıllarında tarım, sınai ve hizmetler ana sektörlerine yönelik sermaye girişi yıllık ortalama olarak yaklaşık 1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu girişlere izin verilen yabancı sermayenin sektör dağılımı olarak bakıldığında imalat sektörünün ilk sırayı aldığı onu hizmetler ile tarım sektörünün izlediği görülmektedir. Ancak izin verilen yabacı sermayenin yaklaşık %55'i oranında fiili giriş gerçekeşebilmiştir. Aynı dönemde sermaye piyasalarına borç senetleri ağırlık olmak üzere yıllık ortalama 2 milyar dolar sermaye girişi olmuştur. Bankacılık ve banka dışı sektörlere yıllık ortalama sermaye girişi sırasıyla yaklaşık 400 milyon ile 1.4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1995-2001 döneminde ise ana sektörlere sermaye girişi yıllık ortalama olarak bir önceki döneme göre %50 oranında artış göstermiş ancak bu dönemde hizmetler sektörüne yapılan fiili girişler yaklaşık 800 milyon dolar ile ilk sırayı almıştır. Onu yıllık ortalama olarak 576 ve 23 milyon dolar ile sınai ve hizmetler sektörü takip etmiştir. Sermaye piyasalarına giren miktar ise krizlerinde etkisi ile yıllık ortalama 280 milyon dolar civarında olmuştur. Bankacılık sektöründen ise yaklaşık 1 milyar dolar seviyesinde giriş gerçekleşirken banka dşı sektörlere yıllık ortalama olarak 3 milyar dolar civarında sermaye girişi gerçekleşmiştir.

2002 yılında yabancı sermayenin ana sektörlere girişi yaklaşık 600 milyon dolar olmuş ve bundan aldığı 510 milyon dolarlık pay ile hizmetler sektörü başı çekmiştir. Sınai sektörüne fiili giriş ise 112 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Sermaye piyasaları ve diğer sektörlere sırasıyla yaklaşık 1,5 milyar dolar ile 3 milyar dolar yabancı sermaye girişi gerçekleşirken bankacılık sektöründen ise yaklaşık 2 milyar dolarlık yabancı sermaye çıkışı olmuştur.

Tablo 4.3: Yabancı Sermayenin Ana ve Alt Sektörlere Göre Dağılımı (Milyon $)

SEKTÖR DAĞILIMI	1989-1994*	1995-2001*	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009**
TARIM		**23**		**1**	**6**	**7**	**6**	**5**	**44**	**23**
Tarım,Av,Orman ve Balıkçılık				1	6	7	6	5	44	23
SINAİ			**112**	**462**	**263**	**828**	**1990**	**4540**	**3988**	**1351**
Maden ve Taşocakçılığı		**576**	2	14	75	40	122	341	168	55
İmalat Sanayi			110	448	214	788	1868	4199	3820	1296
HİZMET			**510**	**282**	**996**	**7683**	**15649**	**14645**	**10677**	**3073**
Elklektrik,Gaz ve Su Dağıtım			68	86	69	4	112	555	1036	1538
İnşaat	**997***		3	8	23	80	222	260	764	333
Toptan ve Perakende Tic.			89	92	103	68	1167	181	2064	238
Oteller ve Lokanta			0	4	1	42	23	26	27	4
Ulaş. Haberleşe ve Depo Hiz.		**822**	1	2	639	3285	6700	1119	169	234
Mali Arcı Kuruluşların Faal.			260	51	69	4018	6956	11409	5756	296
Gayrimenkul Kiralama ve İş Faal.			0	6	3	9	99	905	652	393
Sağlık İşleri ve Sosyal Hiz.			5	23	53	74	265	178	150	3
Diğer Top. Sos. ve Kişisel Hiz.			84	10	36	103	105	12	59	34
ARA TOPLAM	**997**	**1421**	**622**	**745**	**1291**	**8538**	**17645**	**19190**	**14790**	**4447**
BANKALAR	410	1028	-2016	2846	6564	10524	11704	3735	8225	500
BANKA DIŞI SEKTÖRLER	1396	3040	2952	3312	9465	13262	19768	30471	25636	-7160
SERMAYE PİYASALARI	1935	283	1503	3851	9411	14670	11402	2780	-3502	2628
TOPLAM	**4738**	**5772**	**3061**	**10754**	**26731**	**46994**	**60519**	**56176**	**45149**	**415**

* Yıllık ortalama, ** Eylül, 2009

Kaynak: HM, **İstatistikler**, Göstergeler ve Tablolar, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar, erişim:http://www.hazine.gov.tr/iri/portal/anonymous?NavigationTarget=navurl://8317908c6ba2da641258f88362f886 (15.03.2009;19.12.2009) ve **Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü**, Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni, Kasım 2009, s.14; TCMB, **İstatiski Veriler** (EVDS), Ödemeler Dengesi Analitik Sunum. erişim:http//evds.tcmb.gov.tr/ (17.12.2009).

Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanununun yürürlüğe girdiği.2003 tarihinden kanunun uygulamada olduğu ilk yılı 2004 yılı sonuna kadar kurulan ve iştirak edilen yabancı sermayeli firmaların toplam kayıtlı sermayesi 1,3 milyar dolar olup, yabancı ortaklar tarafından taahhüt edilen sermaye tutarı yaklaşık 700 milyon dolardır[317]. Yabancı sermayeli ortakların taahhüt ettikleri bu sermayenin yaklaşık 495 milyon doları imalat sanayine yönelik olup yılsonu itibariyle sınai sektörüne fiili giriş sadece 263 milyon dolardır. Ancak aynı dönemde hizmet sektörüne yönelik sermaye girişi 1 milyar dolara yaklaşmıştır. 2004 yılından 2007 yılı sonuna kadar sermaye girişlerinin ana sektör dağılımı hizmet sektörü başta olmak üzere sürekli ivmelenerek artmış ve 2007 yılını 19 milyar doların üzerinde kapatmıştır. 2008 yılında ana sektörlere sermaye girişi yılı bir önceki yıla göre azalış gösterek kapatmış ve yine 10,6 milyar dolar ile başta hizmet sektörü olmak üzere ana sektörler toplamında 14,7 milyar dolar olmuştur. 2009

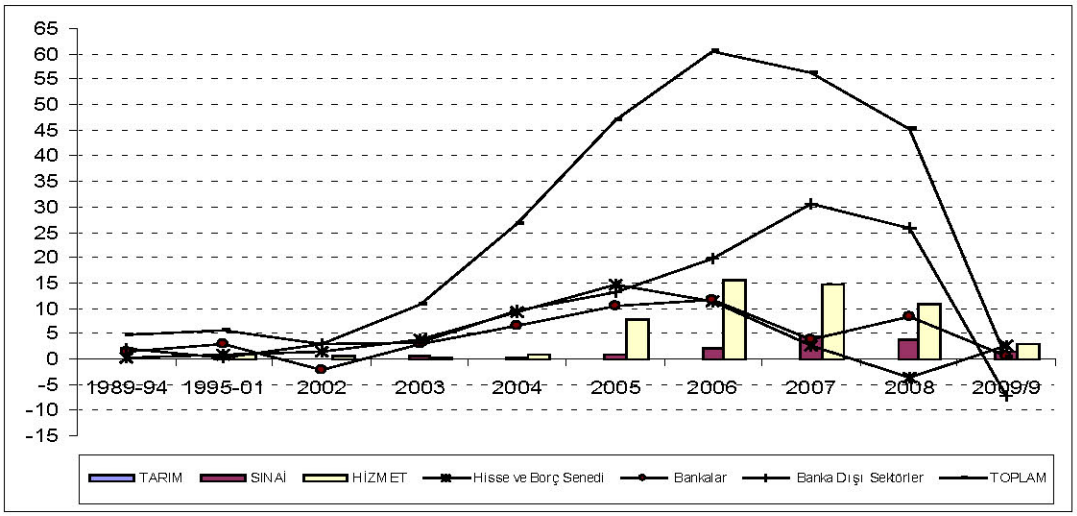
[317] HM, Hazine İstatistik Yıllığı, 2004, erişim:http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Treasury%20Web/Statistics/Annual/V-%20Yabanci%20Sermaye/YSGM.xls (12.12.2008.)

yılının ilk üç çeyreğinde ise ana sektörlere yabancı sermaye girişleri azalmaya devam etmiş ve hem sınai hem de hizmetler sektörüne girişler bir önceki yıla göre %60 civarında azalarak yaklaşık 4,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Sermaye piyasalarına yabancı sermaye girişi ise 2002 yılındaki değerini 2003 yılında %150 civarında arttırarak 4 milyar dolara yaklaşmış ve 2007 yılına kadar sürekli artarak 2005 yılında 14,6 milyar dolara, 2006 yılında ise 11,4 milyar dolara düzeyine ulaşmıştır. 2007 yılında sermaye piyasalarına yabancı sermaye girişi 2,8 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiş ve sermaye piyasalarının spekülatif niteliği nedeniyle dünyada yaşanan finansal krizin yarattığı likidite sıkışıklığının etkisiyle 2008 yılında 3,5 milyar dolar düzeyinde sermaye çıkışı yaşanmıştır. 2009 yılının son çeyreğine girerken sermaye piyasalarına yaklaşık 2,6 milyar dolar yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir.

Bakacılık sektörüne giriş yapan yabancı sermaye ise 2002 sonrası 2007 yılına kadar sermaye piyasalarına benzer özellik sergilemiş ancak 2007 yılındaki azalışı sonrası 2008 yılında sermaye piyasalarından farklı olarak artarak yılı yaklaşık 8 milyar dolar olarak kapatmışır. Bu durum 2008 yılında dünyada yaşanan finansal krize rağmen bankacılık siseminin 2001 kriz sonrası yapılandırmasının önemli olumlu sonuçlarından birisi olarak değerlendirilebilir. 2009 yılının ilk üççeyreğinde ise bankacılık sektörüne yabancı sermaye girişi 500 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Banka dışı sektörler sermaye giriş paylarındaki ağırlıkları, 2008 yılında bir miktar azalma olsa da, 2008 yılı sonuna kadar sürmüş ancak 2009 yılı ilk üççeyreğinde banka dışı sektörlerde yaklaşık 7 milyar dolar düzeyinde sermaye çıkışı yaşanmıştır. Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin yapısal değişiminin görülebilmesi için ana sektörler ve seçilmiş sektörler itibari ile dağılımı Grafik:4.10'da verilmiştir.

Grafik 4.10: Sermaye Girişlerinin Seçilmiş Ana Sektörler İtibarıyla Gelişimi (Milyar $)



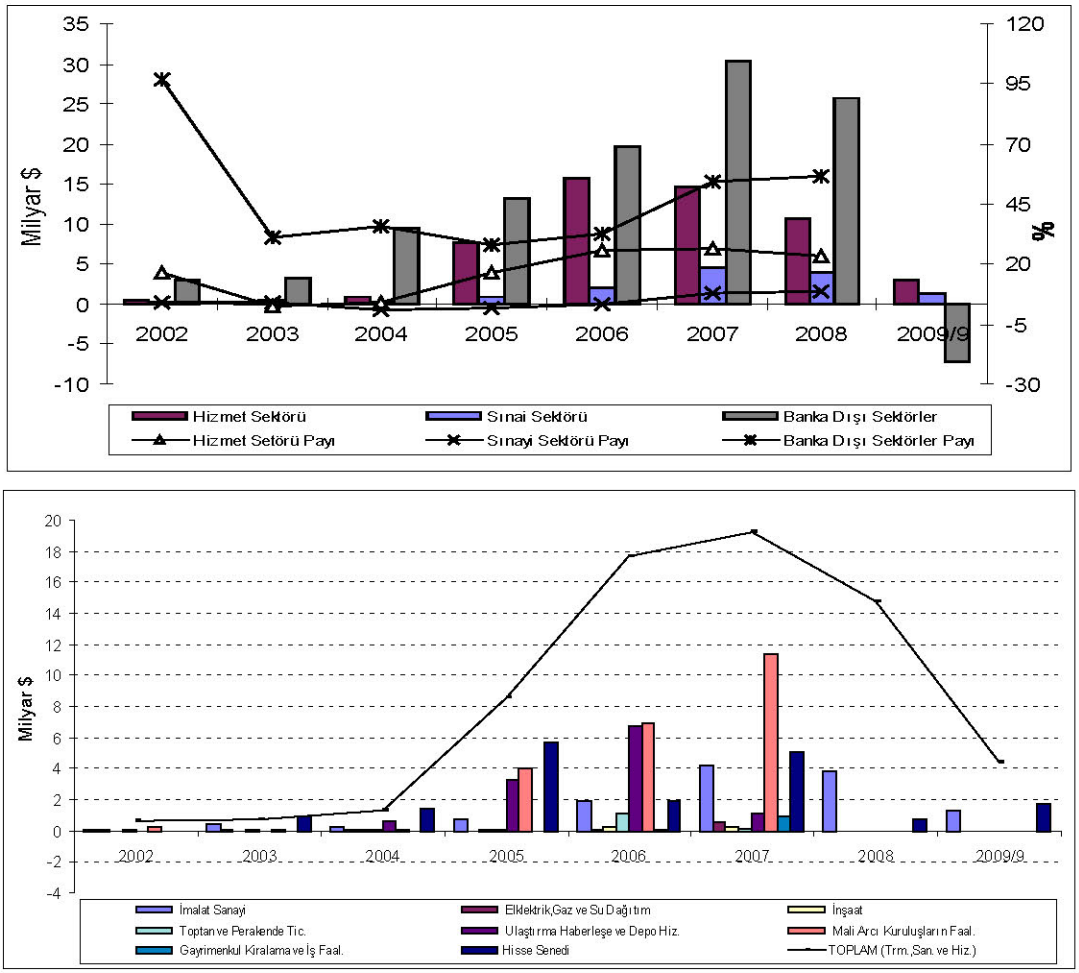
Kaynak: HM, **İstatistikler**, Göstergeler ve Tablolar, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar erişim:http://www.hazine.gov.tr/iri/portal/anonymous?NavigationTarget=navurl://8317908c6ba2da641258f88362f886(15.03.2009;17.12.2009) ve **Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü**, Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni, Kasım 2009, s.14.

Türkiye ekonomisi için bankacılık sektörü ile sermaye piyasalarının yabancı sermaye girişlerinden aldıkları paylar her nekadar spekülatif nitelikte olsa da ödemeler dengesi cari açığının finansmanındaki rolü ile bu çerçevedeki ekonomik istikrara olumlu etkisi göz ardı edilemez. Bankacılık dışı sektör olarak bilinen diğer sektörlerin yabancı sermaye payı için de aynı görüş ileri sürülebilir. Ancak diğer sektörlerin toplam sermaye girişlerinden son dönemde aldığı pay dikkat çekicidir.

Artan hacim ve paylar nedeniyle 2001 sonrası ana sektörlerin sermaye girişlerinden aldıkları paylar genel olarak değerlendirildiğinde, tarım sektörünün payında 2007 yılı sonuna kadar ciddi bir artış görülmezken 2008 yılı ile 2009 yılının ilk üççeyreğinde bu pay görece artmıştır. Toplam sermaye girişlerinden imalat sanayini içinde barındıran sınai sektörüne yönelik sermayenin payı %1,5'lardan 2009 yılı dikkate alınmazsa yükselerek 2008 yılı sonunda ancak %8'ler civarına ulaşabilmişken, hizmet sektörünün bu payı %4'lerden %30'lar düzeyine yaklaşmıştır. Bunda Türkiye'de hizmet ve sınai sektöründe faaliyette bulunan firmaların özelleştirilmesinin payının da olduğu kuşkusuzdur[318]. Ayrıca diğer yatırımların banka dışı sektörlerin kredileri ile gerçekleşen sermaye girişlerinin toplam sermaye girişleri içindeki payı yine 2009 yılı dikkate alınmadığında 2008 yılında %50'lerin üzerinde olmuştur.

[318] TC Maliye Bakanlığı, "2000 yılından 2007 yılına kadar olan özelleştirmeler" **Özelleştirme Daire Başkanlığı**, 2008.

Grafik 4.11: Sermaye Girişlerinde Seçilmiş Ana Sektörlerin Payı ve Alt Sektör Dağılımı



Kaynak: HM, **İstatistikler**, Göstergeler ve Tablolar, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar erişim:http://www.hazine.gov.tr/iri/portal/anonymous?NavigationTarget=navurl://8317908c6ba2da641258f88362f886(15.03.2009;19.11.2009) ve **Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü**, Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni, Kasım 2009, s.14.

Genel olarak toplam sermaye girişlerinden ve özelde ise DYY ve PY girişlerinden aldıkları payın hacim farklılıklarının görülebilmesi için sınai ve hizmet ana sektörleri ile sermaye piyasasını oluşturan seçilmiş alt sektörlere göre dağılımı diğer bir değişle sermaye girişlerinin seçilmiş alt sektörlere göre dağılımı Grafik:4.11b'de verilmiştir. Buna göre toplam sermaye girişi 1989'dan 2001 yılına kadar yıllık ortalama 5 milyar dolar düzeyinde olmuş ve 2002 yılından 2008 yılına kadar ise 3 milyar dolardan 56 milyar dolar seviyesinin üzerine çıkmıştır. 2009 yılı ilk üççeyrek sonu itibarıyla ise sadece 415 milyon dolar olarak gerçekleşebilmiştir. Bunda sınai sektörünü oluşturan imalat ile madencilik ve taşocakcılığı sektörlerinin payı 2009 yılına kadar imalat sektöründe 110 milyon dolardan yaklaşık 4 milyar dolar civarında madencilik ve taşocakcılığında ise 2 milyon dolarından 2008 yılında 340, 2009 üçüncü çeyreğinde

168 milyon dolara düşmüştür. 2009 yılının son çeyreğine girerken ise imalat sektörünün payı 1,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Hizmet sektörü içinde dikkat çeken en yüksek hacimli artış 260 milyon dolar olan payını 2008 yılına kadar 11,5 milyar dolara düzeyine çıkaran mali aracı kurum faaliyetleri alt sektöründe yaşanmıştır. Hizmet sektöründe görece dikkat çeken hacim artışlarının diğerleri ise elektrik-gaz-su dağıtım, inşaat, toptan ve perakende ticaret, ulaştırma-haberleşme ve depo hizmetleri ile gayrimenkul kiralama ve iş faaliyetleri alt setörlerinde yaşanmıştır.

Sermaye piyasaları aracılığı ile hisse senedi piyasasına 2002 yılına kadar yıllık ortalama 200 milyon doların üzerinde, iniş ve çıkışlarla 2008 yılına kadar ise yıllık ortalama 1 milyar dolara yaklaşan sermaye girişleri olmuştur. 2008 yılında ve 2009 yılının üçüncü çeyreğinin sonu itibari ile sırasıyla 700 milyon ile 1,8 milyar dolar seviyesinde sermaye girişi gerçekleşmiştir. Burada dikkati çeken 2005 ile 2007 yıllarında 5 milyar doların üzerinde girişlerin gerçekleşmiş olması ve 2002 sonrası hisse senedi piyasasında negatif değerlerin gözlenmemiş olmasıdır.

4.3.Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Etkisi

Türkiye ekonominin sebestleştirilmesi çerçevesinde 1980 sonrası serbest piyasa ekonomisi modeli uygulanmaya başlamış ve 1989 yılında yapılan kambiyo değişikliği ile de sermayenin tam serbestisi sağlanmıştır. Ancak bu noktaya gelene kadar Türkiye'nin sermaye hareketlerine oluşan ihtiyacını ortaya koyan bir dizi ekonomik gelişmeler olmuştur.

Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye 1960'lı yılların sonuna kadar daha çok küçük yatırımlara ve montaj tipi sanayilere yönelmiş başta imalat sektörü olmak üzere hizmetler sektörüne de sermaye girişleri görülmüştür[319]. İmalat sektörüne yapılan yabancı sermaye yatırımları genellikle kendisinin üç katı dolayında yerli özel sermaye ile ortaklık içerisinde çalışmıştır.

Bu yönüyle yabancı sermaye, özel sermaye yatırımlarına yön verici, onu belli alt sektörlere sürükleyici işlevde olmuştur. İmalat sektörüne gelen yabancı yatırımların bir başka özelliği de, kurulan üretim ölçeğinin çağdaş teknolojik verilere göre etkin sayılan düzeyin çok altında olmasıdır. İç pazarın yabancı ürünlerin rekabetine karşı gümrük duvarlarıyla korunması, yüksek karlara neden olmuştur. Gelen yabancı

[319] Emre Kongar, **21. Yüzyılda Türkiye**, Remzi Kitabevi, İstanbul, 1999, s.491.

sermayenin üretimde ithal girdi kullanılması bir taraftan sanayileşmenin geriye doğru bağlantı yoluyla yerli üretimi canlandırma etkisinin gerçekleştirilmesini engellemiş diğer taraftan ithalat güçlüklerinin var olduğu durumlarda imalat sanayi üretiminin girdilerini dışardan sağlama zorunluluğu nedeni ile üretimin geçekleşememesine neden olmuştur[320]. Gelen yabancı yatırımlar genelde montaj fabrikaları şeklinde çalışması sanayileşmede önemli katkı sağlayamamanın yanında üretimin ithalata bağımlı olması nedeniyle döviz giderlerini arttırmış ve dış ticaret açıklarının önemli seviyelere ulaşmasında bir pay sahibi olmuştur. Bu nedenle yabancı yatırımlara ve yabancı şirket faaliyetlerine Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planında birtakım ek kontroller getirilmişse de bu dönemdeki yabancı sermaye yatırımlarının büyümeye katkı yaptığı söylenemez.

Türkiye' de 1980 öncesi özellikle 1970'lerin ikinci yarısında üretimde tarım yerine sanayiye dayalı gelişme politikası tercih edilmiştir. Bu süreçte yurtdışına açılıp ölçek ekonomisine erişecek bir sanayi politikası yerine, ithal ikameci sanayileşme politikasına ile ithalat talebinin düşürülebileceği ve ödemeler dengesinin düzeleceği varsayılmıştır. Ancak ithalatı düşürmesi yerine, aramal ve hammadde ithalatı hızla artmış ve ödemeler dengesi daha da olumsuz etkilenmiştir[321]. Ayrıca ithal ikameci politikaların koruması ile olumlu yönde etkilenmesi beklenen yurtiçi sanayi, rekabet ortamının olmaması nedeniyle verimliliğini de istenen düzeyde artıramamıştır.

İthal ikameci sanayileşme politikası ile kalkımanın zorlukları ve dışa açılmanın gerekliliği düşüncesi ile bazı tedbirler alınmaya çalışılmıştır. Devalüasyon uygulaması ile dışa bağımlı olan sanayinin maliyetlerini arttırıcı etkisi ve katlı bir kur sistemi ile girdi fiyatları yükselmeden ihracatçının yerli para cinsinden gelirlerinin artırılması hedeflenmiş, bunun sonucunda da ihracatta artış yaşanmıştır. Ancak katlı-kur sistemi, ihracatçıya sübvansiyon niteliği taşıdığından, kamu açığının artmasına neden olmuş ve uzun vadedeki ekonomik yükü attırmıştır. Ayrıca İthal ikameci sanayileşme politikalarının ihracatı hedeflememesi, mevcut sanayinin verimsiz ve ölçek ekonomisinden uzak olması nedeniyle fiyat rekabetine girememesi ve yerli paranın aşırı değerlenmesi sanayinin ihracat yapmasını engellemiş ve sanayi dışa bağımlı olduğundan, ithalatın artmasına neden olmuştur. İthalat artışı aynı zamanda yerli paranın değer kazanması nedeniyle, tüketim mallarından da kaynaklanmıştır.

---

[320] Kepenek ve Yentürk, a.g.e., 2001, s.103.
[321] Hüseyin Şahin, **Türkiye Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi, 2000, Bursa, s. 347.

1980 yılına gelindiğinde enflasyon %100'leri aşmış, sanayinin bazı alt sektöründe enerji yetersizliğinden dolayı kapasite kullanımı % 30'lara düşmüş ve dolayısıyla işsizlik oranı %15'lere ulaşmıştır[322]. Yükselen ham petrol fiyatları nedeniyle 1977 yılında toplam ihracatın yaklaşık %80'i petrol ithalatını karşılayabirken, 1980 yılına gelindiğinde Türkiye toplam ihracatı ile petrol giderlerinin yaklaşık % 80'ini karşılayabilmiştir[323]. 1970'lerde sürekli artış gösteren yıllık ortalama 4 milyar dolar ithalata karşılık 1,7 milyar dolar ihracat gerçekleştirilebilmiş ihracatın ithalatı karşılama oranı %45'ler seviyesinde gerçekleşebilmiştir. 1980 yılında ise yaklaşık 8 milyar dolar olan ithalat ve 3 milyar dolar ihracat rakamlarına ulaşılmış ancak petrol ve türevi ithalat yaklaşık 3,7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Dış borçlanmanın güçlükleri ve sermaye piyasaları faaliyetlerinin yok denecek düzeylerde olması, yabancı sermayenin yurtiçi faaliyetlerine izin verilmemesi ve kambiyo işlemlerinde bulunamaması nedeniyle kamunun elindeki tek finansman kaynağı MB kaynaklı kısa vadeli avansı olmuştur[324]. Yurtiçi tasarruflar ile yatırımlar arasında açılan makas giderek genişlemiş artan ithalat ve bütçe açıkları ile beraber enflasyonda hızlı bir artış gerçekleşmiştir. Cari açıkların önemli boyutlarda artması borçların artmasına ve borçlanma yapısının bozulması ile rezervlerin erimesine neden olmuştur.

1980 öncesi bir takım önlemleri içeren istikrar programları uygulamaya konulmuş ancak sözkonusu programlar ekonomide yaşanan sorunları çözmek için yeterli olamamıştır. Ekonomik sorunların giderek attığı 1979 yılı sonunda ekonomiyi içinde bulunduğu sorunlardan çıkarmak için 24 Ocak Kararları olarak anılan tedbirler paketi 1980 yılında uygulamaya konmuştur. 24 Ocak Kararları, kısa vadeli amaçların yanısıra uzun vadeli amaçlar da içermiş ekonominin kurumsal yapısında ve geleneksel sanayileşme stratejisinde değişiklikler hedeflemiştir. Devlet müdahalelerini azaltılarak piyasa ekonomisine işlerlik kazandırma felsefesi ile sübvansiyonlardan vazgeçmek ve Türkiye ekonomisinin dışa açık ve çoğu sektörde dünya ile rekabet edebilir hale gelmesi hedefi ile yapısal dönüşümlere karar verilmiştir. 24 Ocak Kararları'nın uzun vadeli amaçlarının yanı sıra bir dizi kısa vadeli hedefleri olmuştur. Bunlardan dış ödeme güçlüklerine çözüm bulmak ve vadesi gelen borçların ertelenmesi ile sınai

---

[322] Fikret Şenses, "Short Term Stabilization Policies in a Developing Economy: The Turkish Experience in 1980 in Long-term Perspective", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Sayı:8, 1981, s. 417.

[323] Hüseyin Şahin, a.g.e., 2000, s.185.

[324] Rüştü Saraçoğlu, "Financial Libralization in Turkey", **İşletme ve Finans**, Sayı:132, 1997, ss.6-10.

mallar ihracatının artırılması başta gelenleridir. Enflasyon hızının düşürülmesi ve büyüme hızının yükseltilmesi ise diğer bir hedef olmuştur.

1980 öncesi yaşanan bunalımın en temel öğesi dış ödeme güçlükleri olduğundan öncelikle dış ticaretin, ödemeler dengesi lehinde geliştirilmesi amaçlamıştır. İthal ikameci politikalara dayalı sanayileşme yerine dışa açık, dış piyasalar ile rekabet edebilen bir sanayinin oluşturulması hedeflenmiştir. Bunu sağlamak için ithalat kısıtlamalarının kademeli olarak kaldırılması ve yerli sanayinin kota veya yasaklar yerine gümrük duvarları ile geliştirilmesi politikası benimsenmiştir. Ancak ihracat yoluyla sanayileşme modeli geliştirilememiş ve 1980 sonrası sağlanan ihracat artışları ihracat vergi iadesi ve düşük faizli ihracat kredileri gibi faturası ağır sübvansiyon ve teşviklerin uygulanması sayesinde gerçekleşebilmiştir. İhracatçıların dış piyasalarda rekabet edebilmelerini sağlayabilmek için devalüasyon yapılarak 1 ABD doları'nın TL fiyatı 47,8 TL'den 71,4 TL'ye çıkartılmıştır[325]. Ekonomik büyüme için iç kaynaklar yeterli olmadığından, yabancı sermaye hareketlerini çekmeye yasal düzenlemeler yapılmıştır.

1980'den sonra devletin ekonomideki payını küçültmek, KİT'leri özelleştirmek ve piyasa ekonomisine geçiş stratejisi doğrultusunda, kamu kesiminin sanayideki yatırımları daralmış ancak ekonomide istikrarın sağlanamaması nedeniyle özel kesimin de sanayideki yatırımları reel olarak azalmıştır. Kamu kesimi harcamaları artarken, iç ve dış borç faizlerinin sürekli artması sonucunda, transfer harcamalarının toplam kamu harcamaları içindeki payı da yükselmiş, kamu kesimi yatırım harcamaları gerilemiştir. Artan harcamaların finanse edebilebilmesi için borçlanmaya başvurulmuş ve bunun sonucunda 1981'de 14,6 milyar dolar olan dış borç stoku, 1989'de 43,9 milyar dolara ulaşmıştır. Aynı dönemde iç borç stoku, yaklaşık 991 milyon TL'den 42,9 milyar TL'ye yükselmiştir[326]. Kamu kesimi küçültülmesi uygulamada başarılı olmamış ve kamu gelir-gider dengesi sağlanamamıştır. 1981'de %1 olan KKBG'nin GSYİH'ya oranı, 1989'de %4'lere ulaşmıştır[327]. Kamu kesiminin giderlerini karşılayacak düzeyde gelir elde edememesi ve gelir gider farkının giderek genişlemesi KKBG'ni arttırmıştır. Bu durum ise iç ve dış borç stokunda artışa neden olmuştur.

[325] Kepenek ve Yentürk, a.g.e.,2001, s.186.
[326] Kepenek ve Yentürk, a.g.e., s.217.
[327] TCMB, EVDS,erişim:http://evds.tcmb.gov.tr/fame/webfactory/evdpw/rpt/14625.html (17.06.2009)

4.3.1.Finansal Krizler Dönemi Etkisi

Türkiye 1980 öncesi borç krizi sonrası ithal ikameci ekonomik yapısına son vererek 1983 yılında ithalatta kademeli serbestleşmeye geçmiş ve 1989 yılında da tarifeleri düşürerek 1990 yılında hemen hemen tamamen dış ticaretteki miktar kısıtlmalarını kaldırmıştır[328]. Böylece 1989 sonu itibariyle finansal serbestleşme süreci tamamlanarak sermaye hesabı açılmıştır.

Başlangıçta bu ortamda uygulanan ekonomi politikalarıyla reel faiz oranları yüksek tutularak çekilen yabancı sermaye ile kamu açıkları dış tasarruflar ile finanse edilmeye çalışılmıştır. Uygulanan yüksek reel faiz politikası, TL'nin aşırı değerlenmesine ve ekonomide kullanılabilir fonların sabit yatırımlar yerine tüketim artışına neden olarak cari işlemler açığını arttırmıştır. Serbestleşme politikaları ve bunun sonucu gerçekleşen sermaye hareketleri piyasaların henüz derinleşmemesi nedeniyle finansal sistemin kırılganlığını arttırmıştır[329]. Cari işlemler dengesinde oluşan dalgalanmalar spekülatif nitelikli faaliyetleri teşvik etmiş ve sermaye hareketlerinin ile ekonomik küreselleşmesinin etkisi sonucu oluşan farklı iç ve dış dinamiklerden kaynaklanan ekonomik krizler yaşanmıştır. Bu nedenle izleyen alt başlıklarda Türkiye'de yaşanan ekonomik krizlerin gelişim evresi ile bu süreçte sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkisi dönemsel olarak ele alınacaktır.

---

[328] Oya Celasun, "1994 Currency Crises in Turkey", IMF Working Paper, No:1990, s.4. Erişim:http://www.wordbank.org/html/dec/publications/Workpapers/WPS1900series/wps1913.pdf(08.02.2009).

[329] Yeldan, a.g.e., 1998, s.128.

Tablo 4.4: Seçilmiş Temel Ekonomik Göstergeler- Türkiye

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009/9
GSYİH(Milyar$)	144	202	203	214	242	174	228	244	255	269	250	266	196	232	303	392	483	529	649	742	594
GSYİH(MilyarTL)	0,3	0,5	0,8	1,5	2,7	5,2	10	20	39	70	105	167	240	350	455	559	649	758	843	950	701
GSYİH*(%)	0,3	9,4	0,3	6,4	8,1	-6,1	8.0	7,1	8,3	3,9	-3,4	6,8	-5,7	6,2	5,3	9,4	8,4	6,9	4,7	0,9	-8,6
TÜFE*	66,7	50,0	73,3	65,4	69,8	119,2	76,3	80,1	99,0	69,6	68,8	39,0	68,5	29,7	18,4	9,4	7,7	9,7	8,4	10,1	5,8
ÜFE**	64,0	52,3	55,3	62,1	58,4	120,7	88,5	75,9	81,8	71,8	53,1	51,4	61,6	50,1	25,6	11,1	5,9	9,3	6,3	12,7	7,3
Faiz***	58,8	59,4	72,7	74,2	74,8	95,6	92,3	93,8	96,6	95,5	46,7	45,6	62,5	48,2	28,6	22,1	20,4	23,7	21	25,7	15,6
$/YTL (Artış)	48,2	24,3	60,2	64,8	60,5	169,9	53,9	78,0	86,8	71,6	61,0	48,5	96,5	22,9	-0,8	-4,7	-5,7	6,7	-9,1	-0,7	14,5
Büt. Den/GSYİH	-2,5	-2,5	-4,0	-3,2	-5,0	-2,9	-3,0	-6,2	-5,8	-5,4	-8,7	-8,0	-12,1	-11,4	-8,8	-5,4	-1,3	-0,8	-1,7	-1,9	-9,3
KKBG/GSYİH**	4	5,5	7,6	7,9	7,7	4,6	3,7	6,5	5,8	7,1	11,7	8,9	12,1	10,0	7,3	3,6	-0,3	-2	0,1	0,8	6,4
İç Borç/GSYİH	13,7	10,8	11,5	13,2	13,4	15,4	13,0	15,9	16,2	16,5	21,9	21,9	50,9	42,8	42,7	40,2	37,7	33,2	30,3	28,9	47,0
Dış Borç/GSYİH	30,5	25,9	26,5	27,4	29,1	39,4	33,4	32,5	33,1	35,8	41,3	44,5	58,1	55,8	47,5	41,0	35,2	39,2	38,4	37,5	45,2
İHRACAT	11,6	13,0	13,6	14,7	15,7	18,1	21,6	32,1	32,1	30,7	29,0	30,8	34,7	40,7	52,4	68,5	78,4	93,6	115,4	140,8	78,7
İTHALAT	-15,8	-22,4	-20,9	-22,8	-29,4	-22,3	-34,8	-42,3	-47,2	-44,8	-38,8	-52,9	-38,1	-47,1	-65,9	-91,3	-111,4	-134,6	-162,0	-193,7	-95,7
DIŞ TİC. DENG.	-4,2	-9,4	-7,3	-8,1	-13,7	-4,2	-13,2	-10,3	-15,0	-14,0	-9,8	-22,1	-3,4	-6,4	-13,5	-22,7	-33,0	-41,0	-46,7	-52,9	-17,0
İHR / İTH	73,5	57,8	65,1	64,6	53,5	81,3	62,2	75,8	68,1	68,7	74,8	58,3	91,2	86,4	79,5	75,1	70,4	69,6	71,2	72,7	82,2
Cari Deng	1,0	-2,6	-0,1	-1,0	-7,8	0,5	-5,4	-2,4	-2,6	2,2	-0,9	-9,9	3,8	-0,6	-7,5	-14,4	-22,1	-31,9	-37,7	-41,3	-8,6
CA/GSYİH	0,7	-1,3	0,0	-0,5	-3,2	0,3	-2,4	-1,0	-1,0	0,8	-0,4	-3,7	1,9	-0,3	-2,5	-3,7	-4,6	-6,0	-5,8	-5,7	-1,9
MB Rezervi	4,5	5,8	4,8	6,1	6,3	6,9	12,0	16,4	18,6	19,7	23,2	25,1	18,9	27,0	33,7	36,0	48,3	58,3	71,6	69,7	69,2
SÜE***	51,9	57,1	58,9	61,9	65,5	61,4	66,7	70,6	78,3	79,3	76,4	81,0	74,0	81,0	88,0	96,6	100,0	107,7	115,3	114,4	99,8
FDF/GSYİH	0,2	0,1	-1,1	-0,5	-0,7	2,8	2,5	1,3	0,1	3,4	1,5	4,3	5,0	3,3	4	4,9	6	5,4	4,1	3,5	1,1
Enflasyon (Hdf.)														35	20	12	8	5	4	4	7,5
K Net Borç/GSYİH														61,4	55,1	49	41,6	34	29,1	28,2	

* 2005 Ocak ayından itibaren 2003=100 Temel yıllı Üretici Fiyatları Genel İndeksi (ÜFE) olarak hesaplanmaktadır.1984-1988 dönemi için 1981=100, 1989-1995 dönemi için **1987=100, 1996-2004 dönemi için 1994=100 ve 2004 yılı sonrası için 2003=100 bazlı endeks kullanılmıştır. *** 12 Ay Vadeli Agirliklandirilmis Mevduat http://evds.tcmb.gov.tr/fame/webfactory/evdpw/rpt/14832.html, **** 2006 yılından sonra Merkezi Yönetim Bütçesi tanımına geçilmiştir. Daha önceki yıllarda Konsolide Bütçe bazında sunulmaktadır. (-) İşareti fazlayı göstermektedir, ***** İmalat Sanayii Üretim İndeksi (2005=100) (2009 Eylül) http://www.imfstatistics.org/imf/

Kaynak: TCMB (EVDS); DTM; TÜİK; HM; MB; IMF, IFS ve WEO April 2008 - October 2009, erişim: http://www.sgb.gov.tr/EkonomikGstergeler/TemelEkonomikGöstergeler/TemelEkonomikGöstergeler.xls(26.12.2009); http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Treasury%20Web/Statistics/Annual/I-%20Kamu%20Dengesi/KamuDengesi.xls(27.12.2009); http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/IstatistikDb/ekogosterge.xls(27.12.2009); http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/weoreptc.aspx?sy=1989&ey=2014&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=%2C&br=1&c=186&s=NGDP_R%2CNGDP_RPCH%2CNGDPD%2CBCA%2CBCA_NGDPD&grp=0&a=&pr1.x=42&pr1.y=10;http://evds.tcmb.gov.tr/fame/webfactory/evdpw/rpt/14500.html(28.12.2009); http://evds.tcmb.gov.tr/fame/webfactory/evdpw/rpt/14525.html(28.12.2009); http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Treasury%20Web/Statistics/Economic%20Indicators/egosterge/VII-Fiyatlar/fiyatlar.xls#VII.3.4.!A1(26.12.2009); http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Treasury%20Web/Statistics/Annual/I-%20Kamu%20Dengesi/KamuDengesi.xls#'1.5'!A1(26.12.2009); http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=navurl://ca8a5b252efea63752b1cb4e1cc81997&InitialNodeFirstLevel=true(28.12.2009); http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/%c4%b0statistikler/Kamu%20Finansman%c4%b1%20%c4%b0statistikleri/%c4%b0%c3%a7%20Bor%c3%a7%20%c4%b0statistikleri/YILLIK_VERILER.xls; http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/piyasa.php(27.12.2009)

4.3.1.1. 1994 Krizi ve Sermaye Hareketleri

Türkiye 1990'lara 24 Ocak Kararları çerçevesinde ekonomide istikrarın sağlanmasına yönelik alınan kararlarla beraber 1989 yılında sermaye hesabının serbestleştirilmesini sağlamış olarak girmiştir. 1994 krizine giden süreçte 1989 yılında iç ve dış finansal serbestleştirmenin tamamlanmış olması nedeniyle uygulanan faiz ve kur politikaları ile artan KKBG'in iç borçla karşılanması sonucu oluşan yüksek miktarlı iç borç faiz yükünün rolü olduğu genel kabul gören görüşler olmuştur.

Kamu harcamalarındaki artış ile artan kamu açıkları 1980'lerin ikinci yarısından başlayarak KKBG'ni sürekli artmasına neden olmuş ve 1989 yılında %4 olan KKBG'nin GSYİH'ya oranı 1993 yılında %8 civarına yaklaşmıştır. Kamunun cari ve transfer harcamalarındaki artış nedeniyle 1992 ve 1993 yıllarında konsolide bütçe harcamalarındaki payı %85'i aşmıştır[330]. Bunun 1989 yılından sonra uygulanan ücret ve fiyat politikalarından kaynaklandığı öne sürülmektedir. Kamu tasarruf açığı özel kesim tasarruf fazlası ile kapatılmaya çalışılmış bunun yeterli olamaması sonucunda iç ve dış borçlanmaya gidilmiştir[331]. Aratan borç stoku yıllık anapara ve faiz ödemelerinin artmasına neden olmuştur. 1990 yılında %10,8 olan iç borç stokunun GSYİH oranı ise ortalama vadesi azalarak 1993 yılında %13,4'e ulaşmıştır (Tablo:4.4). 1989-1993 döneminde GSYİH artış oranı istikrarlı gelişmemiş hızlı büyümenin görüldüğü 1990, 1992 ve 1993 yıllarında ise cari açıklarda yüksek boyutlara ulaşmış ve Tablo:4.4'den izlenebileceği gibi sırasıyla 2,6, 1,0 ve 7,8 milyar dolar negatif değerler almıştır. 1992 ve 1993 yıllarında mevduat ve kredi artışı %80'ler civarında gerçekleşmiştir[332]. Kredi ve mevduat artışı hızı dikkate alındığında bu yıllarda reel büyüme, genişleyen tüketici kredisi ve reel gelir artışlarının iç tüketimi artması ile gerçekleşmiştir.

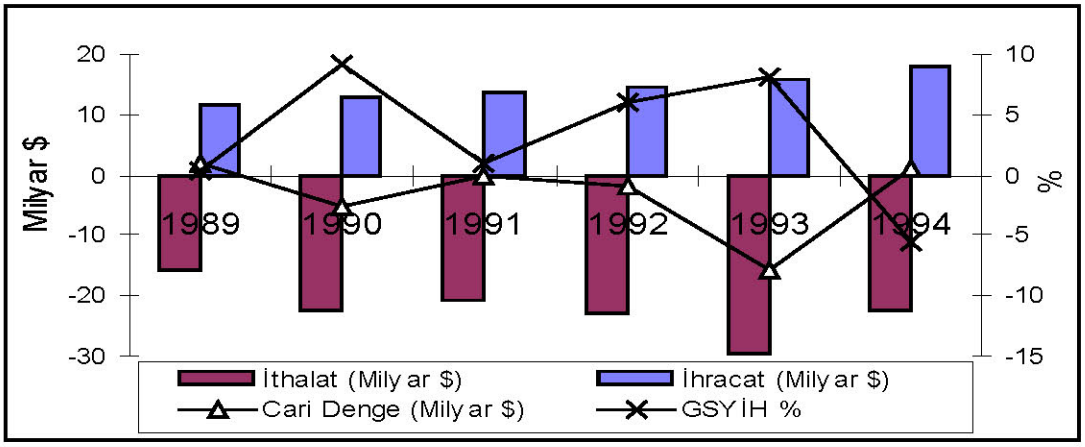
Her nekadar 1989 yılında uygulanmaya başlanan sıkı para politikası ile faizler yükselerek TL'nin değer kaybı 1990 yılında yavaşlatılabilmişse de 1990 sonrasında MB'nın döviz kurlarına müdaheleleri TL'nin değerlenmesine neden olmuş ve Tablo:4.4'de görüldüğü üzere $/TL yıllık artış oranı 1994'e kadar %60'ların üzerinde gerçekleşmiştir. 1989 sonrası enflasyon oranı, $/TL artış oranının üzerinde seyretmiş TL aşırı değerlenmiştir[333]. TL'nin değer kazanması ithal tüketim mallarının fiyatları

---

[330] Nazım Ekinci, "Kriz ve Para Politikası Üzerine", **Görüş**, Sayı:15 Dünden Bugüne Özet, Mayıs 2001, s.67.
[331] Asomedya, "Türkiye'de Bankacılık ve Finans Krizleri", **ASO**, Mart 2001, ss.47-48.
[332] Kazgan, a.g.e., 1994, s.226.
[333] Alp, a.g.e., 2002, s.235.

göreceli olarak ucuzlamış, tüketime dayalı büyüme ithalatı artırmış ve ihracatta rekabet avantajının yitirilmesi ile oluşan dış ticaret açığı ihracatın ithalatı karşılama oranında düşüşe neden olmuştur. 1989 yılında 4,2 milyar dolar olan dış ticaret açığı 1993 yılında 14 milyar dolara seviyesine yaklaşmış, İhracatın ithalatı karşılama oranı ise aynı dönemde %70'lerden %50'lere düşmüştür.

Grafik 4.12: İthalat ve İhracat ile Cari Açık ve GSYİH - Türkiye (1989-1994)



Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (16.06.2009).

Tablo:4.5'de verildiği gibi 1989 yılında toplam 43,9 milyar dolar civarında olan dış borç stoku 1993 yılına gelindiğinde 70 milyar doların üzerine çıkmıştır. Dış ticaret açığın uzun vadeli borçla kapatılamadığından kısa vadeli dış borçlar artmıştır. Toplam kamu dış borç stoku 1993 yılında artmış ve bir önceki yıla göre kısa vadeli dış borç miktarı %40'ın üzerinde artış göstermiştir.

Tablo 4.5: Dış Borç Stoku – Türkiye (1989-1994, Milyar $)

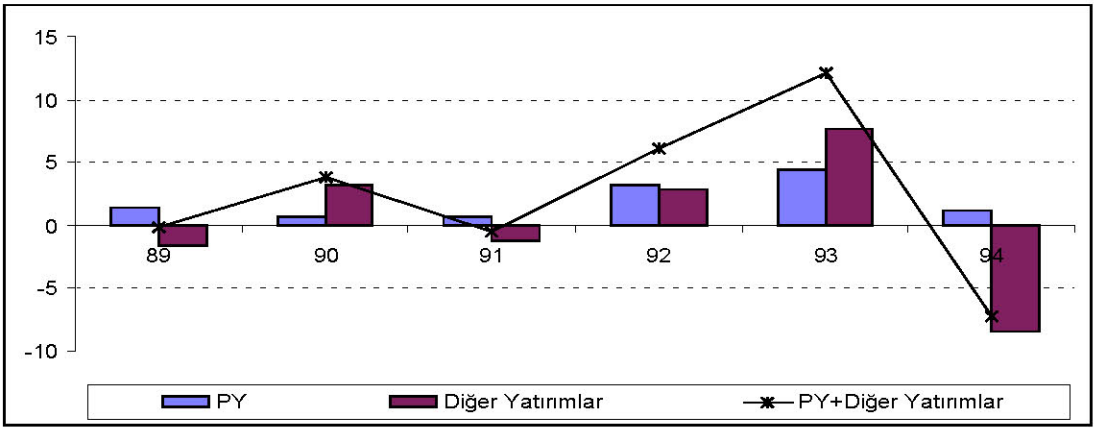
	1989	**1990**	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**
TOPLAM	**43,9**	**52,4**	**53,6**	**58,6**	**70,5**	**68,7**
Kısa Vade	5,7	9,5	9,1	12,7	18,5	11,1
Orta-Uzun Vade	38,1	42,9	44,5	45,9	52,0	57,5
Kamu	58,9	66,5	70,3	72,6	79,2	41,7
TCMB	14,8	15,8	13,9	12,9	13,9	9,8
Özel Sektör	8,3	12,9	14,0	19,1	29,4	17,2

Kaynak: TCMB, EVDS, erişim:http://evds.tcmb.gov.tr (19.06.2009)

1989 yılında sermaye hesabının açılmasından ile 663 milyon dolar olan sermaye hesabı türlerinden DYY girişleri 1993 yılında 636 milyon dolar olarak gerçekleşmiş ve 1989-1993 döneminde yıllık ortalama 650 milyon dolar seviyesinde

sabit denebilecek miktarda seyretmiştir. PY ve Diğer Yatırım girişleri ise yüksek faiz düşük kur nedeniyle görece yüksek hacimlere ulaşılmıştır. 1989 yılında 1,5 milyar dolar olan PY girişleri körfez krizinin etkisi ile azalsa da sonrasında armış ve 1993 yılında borç senetleri ağırlıklı olarak 4,5 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Diğer yatırım girişleri ise 1993 yılında ticari bankaların açık pozisyon[334] yaratmalarının da etkisi ile 7,7 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. DYY hariç tutulan döneme ilişkin spekülatif nitelikli semaye girişleri Grafik:5.14'de gösterilmiştir.

Grafik 4.13: 1994 Krizi ve Öncesi Sermaye Hareketleri - Türkiye (1989-1994, Milyar $)



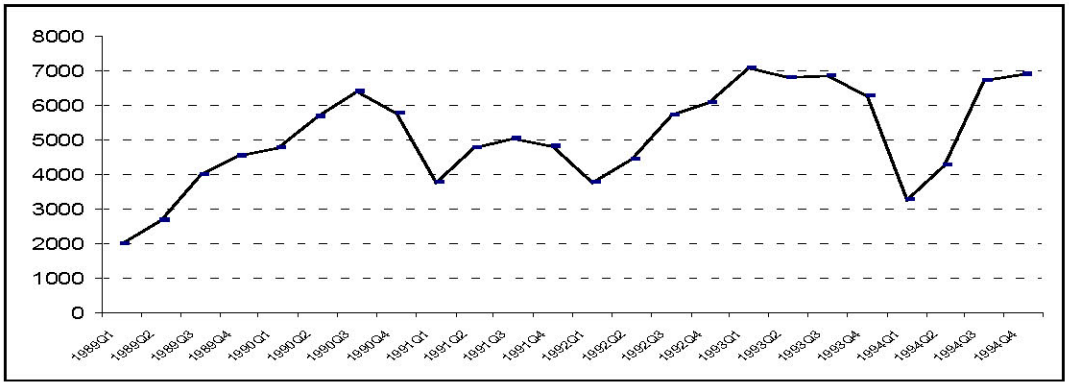
Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (17.06.2009)

1993 yılı sonuna gelindiğinde iç borcun getirdiği yükün sürdürülemez hale gelmesi faizlerin düşürülmesi amacıyla hükümeti tahvil ve bono ihalelerini kısıtlayarak bir kısmının iptal edilemesine yöneltmiştir. Oluşan bütçe açıkları yükseltilen MB kısa vadeli avaslar ile karşılanmıştır[335]. Bütçe ile cari açığın arttığı ve TL olan talebin azaldığı bu ortada bağımsız bir derecelendirme kurumu tarafından Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesi ile dövize olan talep hızla artmış ve baskı altında olan döviz kurları MB'nın kontrolünden çıkmıştır. Dövizle borçlanmış olan özel sektör bankalarının açık pozisyonlarını kapatma çabaları ve piyasalarda dövize karşı oluşan spekülatif ataklar sonucu 1994 yılının ilk üç ayında gecelik faizler %1000'i aşmıştır[336]. 1993 Aralık ayı itibariyle 6,3 milyar dolar olan Merkez Bankası rezervleri 1994 Mart ayında 3 milyar dolarına erimiştir. Krizin etkisini hisse senedi, döviz ve kredi piyasalarında göstermiş ve

[334] Kadir Eser, "1994 Finans Krizi ve Finans Kesiminde Reform Arayışları", **İşletme ve Finans**, Sayı:114, 1995, s.52.
[335] Fatih Özatay, "1994 Kriznden Alınacak Dersler: Kamu İç Borç Yönetiminde Yapılan Yanlışlıklar", **İşletme ve Finans**, Sayı:109, 1995, s.24.
[336] Alp, a.g.e., 2002, s.235.

İMKB değerinin %25'ini kaybetmiştir[337]. Bu durum hükümetin iç borç faiz oranlarını yıllık bileşik %406'ya ve mevduat sigortası kapsamını %100'e çıkarması ile bankacılık sektörüne yayılması engellenerek durulmuştur. 5 Nisan 1994 tarihinde hükümet isikrar programını açıklamıştır. Bu gelişmeler ile Tablo:4.4'de izlenebileceği gibi 1994 yılında GSYİH hızla düşmüş, enflasyon artarak %120'lere yaklaşmış ve doların TL karşısındaki değer kazancı %170'ler civarında olmuştur. İç ve dış borçların GSYİH'ya oranları artarak mevdut faizleri yıllık ortalama olarak %96 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Grafik 4.14: MB Rezervleri (1989-1994, Milyon $)



Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (26 06 2009).

4.3.1.2. 2001 Krizi ve Sermaye Hareketleri

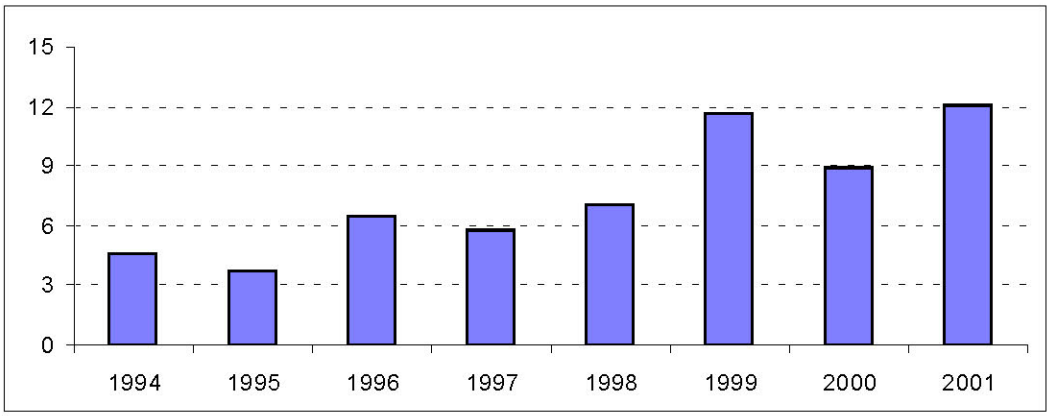
Nisan 1994 istikrar programının yarattığı güven ortamı ile beraber program gereği KİT ürünlerinin fiyatları dondurularak KİT'lerin finansmanına ve bütçe açığına sınırlamalar getirilmiştir. Ancak bütçe hedefleri gerçekleştirilememiş ve IMF kredilerinin hepsini serbest bırakmamıştır. Başarısızlığa uğrayan istikrar programından sonra IMF ile sırasıyla 1998 ve 1999 yıllarında gerçekleştirilen yakın izleme ve Stand-by anlaşmaları gerçekleştirilmiş ancak 2001 krizinin oluşumu engellenememiştir.

Bu dönemde Tablo:4.4'den izlenebileceği gibi KKBG 1994 sonrasından 1999 yılında enflasyonu düşürme programı adı altında uygulamaya konulan tedbirlerle 2000 yılında 1999 yılına göre azalmış olsa da geçen süre zarfında artmış, 2001 yılında ise KKBG'nin GSYİH'ya oranı tarihi zirvesine ulaşarak %12 olarak gerçekleşmiştir. Bunun

[337] R. R. Agenor, C. S. McDermort ve E. M. Üçer, "Fiscal Imbalances, Capital Inflows and The Real Exchange Rate Case of Turkey", **IMF Working Papers**, Jaunuary 1997, s.2.

başlıca nedenleri olarak borç faizleri, KİT zararları, transfer harcamaları artışı ile sosyoal güvenlik kurumları açıklarının neden olduğu kamu açıkları gösterilebilir[338].

Grafik 4.15: Kriz Dönemi ve Öncesi KKBG / GSYİH (1995-2001)

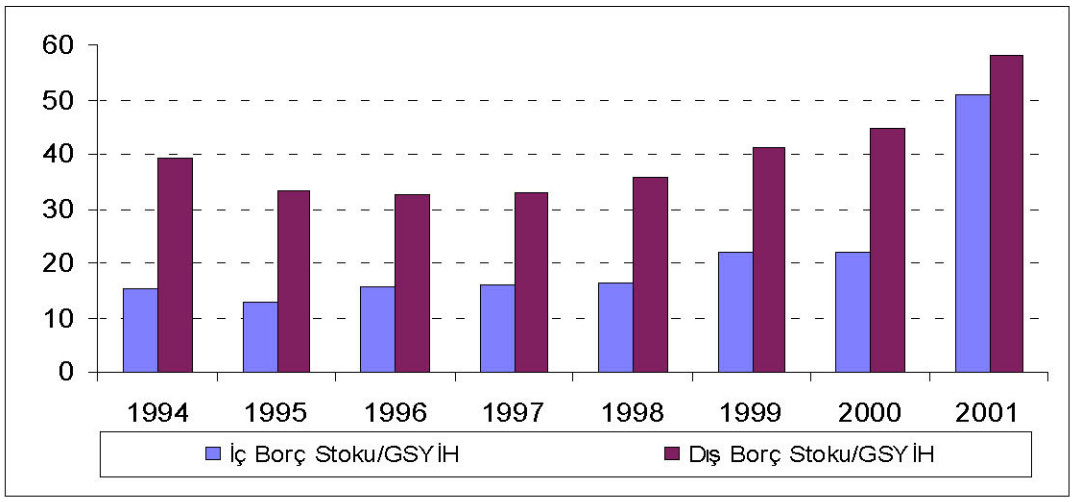


Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (26 06 2009)

1994 sonrası artan büyüme 1999 yılında negatif değer almış 2000 yılında artmışa da 2001 yılında tekrardan negatif değer alarak istikrarsız bir seyir izlemiştir. Enflasyon ise 1999 yılında uygulamaya konan enflasyonu düşürme programı ile 2000 yılında düşüş göstermiş 2001 yılında tekrar artarak %65'lerin üzerine çıkmıştır. Artan bütçe açıkları ile bütçe açığının GSYİH'ya oranı 1999 yılında %-8,7'ye 2001 yılında ise %-12'lere yükselmiştir. İç ve dış borçlar yükselerek borç stoklarının GSYİH'ya oranları artmıştır. 1994 yılında sırasıyla %15 ve %30 seviyelerinde olan iç ve dış borç stokunun GSYİH'ya oranı 1999 yılında yine sırasıyla sırasıyla %22 ile %41 seviyelerine yükselmiştir. 2001 yılında ise iç borç stokunun GSYİH'ya oranı %51 seviyesine ulaşırken bu oran dış borç için %58 civarında gerçekleşmiştir. Borç stokunun bu denli artması dış kaynağa dayalı büyümenin zaaflarını ortaya koymakla beraber ülke kaynaklarının borç ve faizini ödemek için kullanıldığını göstermektedir.

[338] Ahmet Özen, "Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Bütçe Açığının Gelişimi", **Maliye Dergisi**, Sayı.141, 2002, s.33.

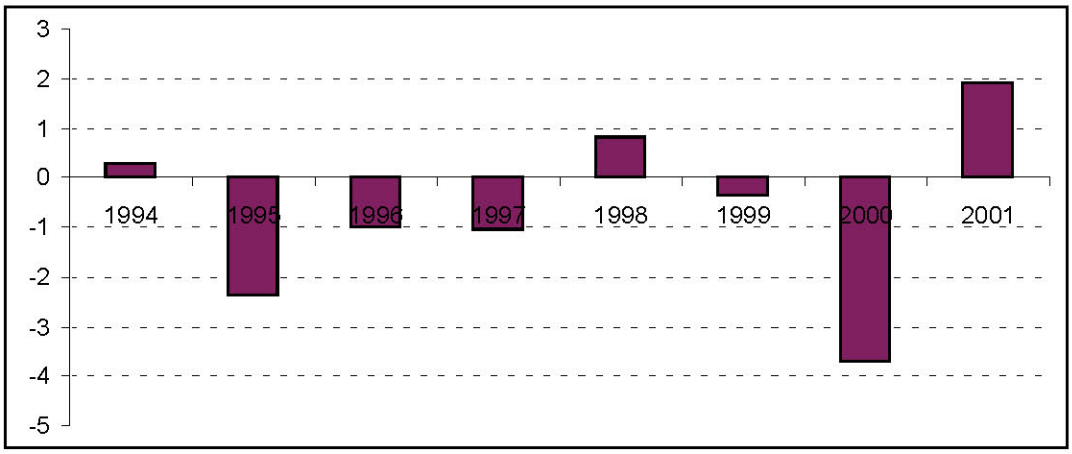
Grafik 4.16: İç ve Dış Borç Stoku / GSYİH (1994-2001)



Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (27.06.2009).

Cari işlemler dengesi yakın izleme anlaşmasını imzalandığı 1998 yıllı hariç 1994 sonrası 1999 dahil 2001 yılına kadar negatif değerler almıştır. 1994 krizi sonrası hızla artarak 1995 yılında 5,4 milyar dolar ulaşan cari açık bu tarihten sonra azalarak 1998 yılında 2,2 mlyar dolar fazla verebilmiştir. 1999 yılında ise yaklaşık 1 milyar dolar olan cari işlemler açığı 2000 yılı sonlarında 10 milyar dolara ulaşmış ve 2001 yılında 4 milyar dolara yakın fazla vermiştir. Cari açığın 2000 yılında bu denli artmasında uygulanan döviz kuru uygulamaları sonucu TL'nin reel olarak değer kazanmasının ithalatın artması ile aynı yıl gerçekleşen petrol fiyatlarındaki artış etikili olmuştur.

Grafik 4.17: Cari Açık / GSYİH (1994-2001)



Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (26 06 2009).

Ekonominin 1999 yılındaki görünümü ve ortamında Aralık ayında IMF' verilen niyet mektubu ile enflasyonu düşürme programı uygulamaya konmuştur. Program

başta özelleştirme olmak üzere yapısal dönüşüm ile enflasyonun düşürülmesine yönelik olarak; döviz kuru ve para politikası, faiz dışı fazlanın artırılmasına yönelik olarak ise sıkı maliye politası uygulamalarını içermektedir. Gelirler politikası uygulaması ile hedeflenen enflasyon 2000, 2001 ve 2002 yılları için sırasıyla %25, %12 ve %7 olarak belirlenmiş ve maaş ve kira artışları enflasyon hedefiyle sınırlandırılmıştır. Üçyıllık süreyi kapsayan program gerçekte bir yapısal değişim programı niteliğindedir. Program hedefleri gerçekleştirirken büyüme potansiyelinin korunmasını ve enflasyonun düşürülebilmesi için döviz kurunu nominal çıpa olarak kullanarak kur politikasında sürünen sabit kur (crawling peg) uygulamasını tercih edilmiştir[339]. Döviz kuru çıpa olarak kullanılmasıyla fiyat ayarlamalarının kurdaki değişime uyum sağlanması benimsenmekte ve kur sepeti olarak belirlenen 1 Dolar+0.77 Avro sepetinin yıllık olarak önceden ilan edilmesi yolu izlenmiştir[340]. Para politikası olarak MB iç varlıklarına sınır getirilerek sıkı para politikası uygulanması hedeflenmiş ve parasal tabanın genişlemesi net dış varlıkların artırılması ile kısıtlanmıştır. MB, IMF kredisi kullanarak veya bankacılık kesimine borçlanarak parasal tabanda bir genişleme yaratamayamayacaktır. Merkez Bankasının piyasalar için TL yaratma kapasitesi, belirlenen kurdan getirilen dövizi almak ve istenildiğinde piyasaya döviz karşılığı TL likiditesi vermek şeklinde gerçekleşecektir[341]. Bu hali ile para basımı sınırlandırılan MB para kurulu gibi çalışacak ve amacı ise fiyat istikrarını sağlamak olacaktı. Böylece sermaye hareketlerinin sterilizasyonu engellenerek TL'nin aşırı değerlenmesinin de önü açılmış oluyordu.

2001 krizi öncesi bankacılık kesiminde önemli gelişmeler yaşanmıştır. Tasarruf mevduatına %100 güvencenin verilmesi nedeiyle bankaların fon sağlaması kolaylaştırıldığından aşırı riskli işlemlere yapılmış ve bankacılık kesiminin mali yapıları bozulmuştur. 1998–1999 döneminde bankacılık kesimindeki spekülasyonlar yoğunlaşmış, işlemler sayılı banka arasında yapılır olmuş ve küçük ve orta büyüklükteki bankalar TL ve döviz mevduatlarından faiz rekabeti ile kaynak yaratmaya

---

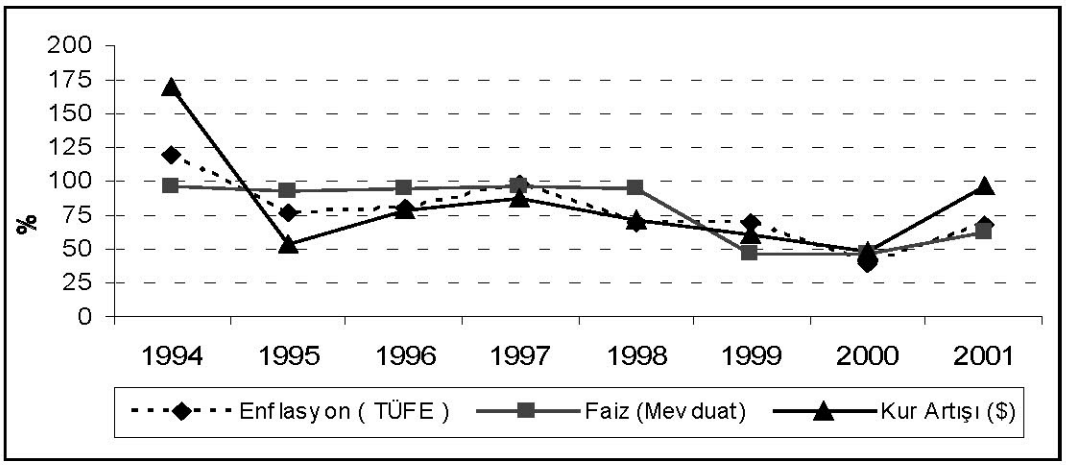
[339] Turan Yay, Gülsan Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, **İTO**, No:47, 2001, s.27.

[340] TCMB tarafından 2000 yılında döviz kurunda %20 artış taahhüt edilmiş ve 2001 Haziran sonuna kadar kademeli artışa devam edildikten sonra kurun bir band içinde dalgalanmasına geçilecektir. İlk 18 aylık dönem için günlük kur oranları açıklanmıştır. Programın ikinci yarısı olan Temmuz 2001-Aralık 2002 döneminde ise "band" uygulamasına geçilecektir. Band uygulamasındaki aralığın kademeli olarak artırılması (1 Temmuz 2001–31 Aralık 2001 arasında % 7,5, 30 Haziran 2002'ye kadar % 15 ve 31 Aralık 2002'ye kadar ise % 22,5'e yükselmesi) öngörülmüştür. Bu uygulamada, kurun band içindeki hareketine MB'nın müdahale etmeyeceği belirlenmiş ve bu çerçevede uygulanacak para politikası için üç parasal büyüklük hedef alınmıştır: Bunlar Net iç varlıklar, Net Dış Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervlerdir. Program bu şekli ile 2000 yılı Kasım ayına kadar uygulanabilmiştir.

[341] Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İletişim Yayınları, 2001, s.169.

çalışmıştır. Kasım 1999'da faizler yüzde 80'lere ulaşmıştır[342]. Toplanan kaynakların verimli kullanılamaması ve dolaylı finansman sağlanması sonucunda bankaların mali yapısında sorunlar ortaya çıkmıştır. Bankacılık sektörünün açık pozisyonları nedeniyle kambiyo açıkları artmıştır. Bu durum bankacılık sektöründe denetimlerin yetersiz olduğunu ortaya çıkarmış ve şeffaflığın önemi tartışılmaya başlanmıştır. 1998 yılı ikinci yarısından itibaren IMF ile yapılan yakın izleme anlaşması çerçevesinde de bankacılık kesimine büyük önem verilmiş ve bu çerçevede bankacılık kesimi denetiminin ve sermayelerinin güçlendirilmesi ile açık pozisyonlarının sınırlandırılması yönünde yasal önlemlerin alınmasının önemi vurgulanmıştır. Ancak Bankalar Birliği verilerine göre bankacılık kesiminin açık pozisyonu 1999 yılında yaklaşık 8 milyar dolardan 13 milyar doların üzerine çıkmıştır. Eylül 1999 itibariyle açık pozisyon sermayenin %20'si ile sınırlanırılmış ve sınırı aşan bankaların MB'na munzam karşılık oranı olarak %8 yatırması zorunluluğu getirilmiştir[343]. Daha sonra bu oran enflasyonu düşürme programında %6'ya düşürülmüştür. Ayrıca bu kanunla idari ve mali açıdan bağımsız bir Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) kurulmuştur[344]. 2000 yılına girilirken hükümet programının da açıklanmasıyla, olumlu beklentilerin piyasalarda yarattığı etki nedeniyle açık pozisyon azalmış ve döviz ve TL arasındaki reel getiri makası daralmıştır.

Grafik 4.18: Döviz Kuru Artış Oranları ile Enflasyon ve Faiz Oranları - Türkiye (1994-2001)



Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (26 06 2009).

[342] Nihal Tuncer, "Para Krizleri ve Türkiye", **İktisat Dergisi**, Şubat-Mart Sayı:410–411, 2001, s.50.
[343] Ercan Uygur, "Krizden Krize Türkiye 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", s.4. Erişim: http://en.scientificcommons.org/ercan_uygur (23.10.2008)
[344] Asomedya, **ASO Yayınları**, Sayı: Mart 2001, s.53. Erişim:http://www.aso.org.tr/html/TUR/asomedya/mart2001-ft.html (07 03 2008).

Faizlerde yaşanan düşüş, dğer taraftan enflasyonla mücadelede önemli sorunlar yaratmıştır. Enflasyonun program çerçevesinde istenilen seviyelere düşmemesinde, faiz oranlarının düşmesi ile TL'nin değer kazanması sonucu iç ve dış talebin canlı kalması etkili olmuştur. Böylece talep artışı enflasyonun kriz öncesi hedeflenenden daha yavaş olarak inmesine neden olmuştur. Bankacılık kesiminin tüketici kredisi faiz oranlarını indirmesi yüksek oranlı faizler nedeniyle ertelenen tüketimde ve TL'nin değer kazanması ithalatta artışına neden olmuştur. İthalattaki bu artışa petrol fiyatlarındaki artış da eklenince, dış ticaret açığı artmış ve böylece ödemeler dengesi olumsuz yönde etkilenmiştir.

2000 yılında iç piyasada tüketim ve ithalat artışı etkisi ile büyüme oranı beklenin üzerinde %6,8 olarak gerçekleşmiştir. Döviz kuruna dayalı istikrar programlarının başlangıcında ekonominin canlanacağı, tüketimin artacağı ve enflasyon oranın istenilen oranda olmasa da düşebileceği bununla beraber cari açığın artacağı beklense de bu açıklar beklenenden fazla gerçekleşmiştir. Diğer taraftan kamu bankalarının aktiflerinin %40'ı kadar görev zararlarının olması, iç borç stokunun programda öngörülenden daha fazla çıkmasına neden olmuştur. Ticari bankaların yaklaşık 11 milyar dolar sermaye tabanı varken, açık pozisyonlarının 20 milyar dolar ile yüksekliği programın uygulanmasını olumsuz etkilemiştir[345]. Ancak kriz öncesi uygulanan programın yürütülmesinin asgari şartları; kamu kesimi açıklarının büyük oranlarda azaltılması, yurt içi piyasaların ve kamunun MB'ndan kredi ihtiyacının asgari tutulması, bankaların likit olması ve ihtiyaç halinde TL'ye çevrilecek döviz pozisyonlarının olmasını gerektirmekteydi.

Kasım 2000'de yaşanan spekülatf atak sonucu gecelik faiz oranları %900'lere ulaşmıştır[346]. Sermaye çıkışı bankacılık kesiminde döviz talebine ve döviz talebindeki artış likidite krizine yol açtığından neticede kriz ortaya çıkmıştır[347]. Bu ortamda MB faiz oranlarındaki artış ile döviz talebini durdurmuş ve daha yüksek bir dengeye ulaşan faiz oranları daha düşük faizle borç vermiş bankaların varlıklar değerini düşürmüştür[348]. Diğer tarafta oluşan devalüasyon riski, yüksek faizler nedeniyle artan gecelik

[345] T. Yay, G. Yay ve Yılmaz, a.g.e., 2001, s.230.

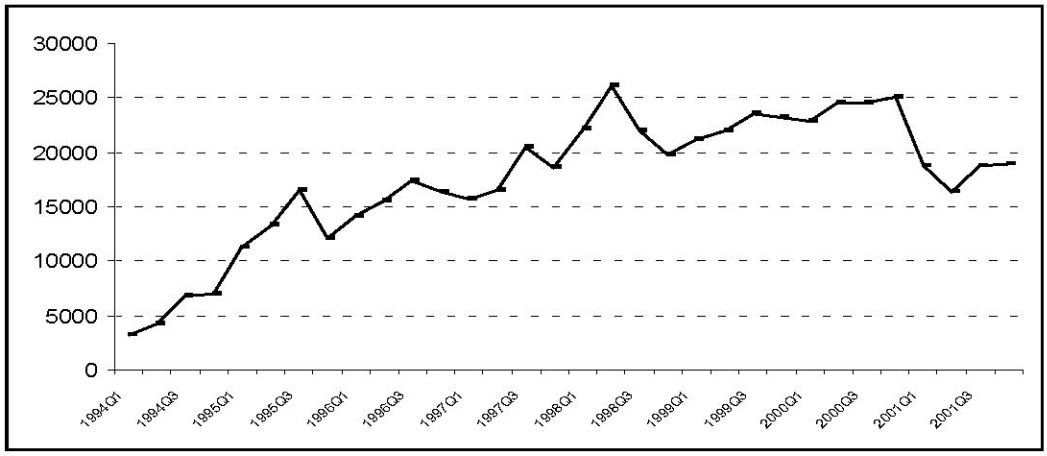
[346] Program gereğince TCMB'nın iç krediler yoluyla piyasaya gerekli likiditeyi sürmemesi ve Hazinenin likidite sıkışıklığı çeken bankaların ellerindeki vadesi gelmemiş bono ve tahvilleri kırması üzerine repo faizleri hızla artmıştır. Bazı mevduat sahiplerinin bankalara hücum etmesi, bankaların daha önce açtıkları düşük faizli kredilerin bir kısmını iptal etmesi, yeni kredi faizlerini artırmış ve böylece kriz yayılmıştır.

[347] Mahfi Eğilmez, "Kasım 2000 Krizi Üzerine", s.3, erişim:http:/www.ntvmsnbc.com/news/62234.asp (21.11.2008).

[348] Yeldan, a.g.e., 2001, s.187.

borçlanma ihtiyacındaki kamu bankalarının mali yapılarını da olumsuz etkilemiştir. Kasım 2000'de başlayan kriz bankacılık krizi olarak ortaya çıkmışsa da temelde finansal kesime ve programa duyulan güvensizliken kaynaklanmıştır. Bu gelişmeler Kasım 2000 sonrası Şubat 2001 yılınında gerçekleşen krizin temel nedenleri olmuş ve piyasalara karşı oluşan güvensizlik artışı sonucu oluşan ikinci bir spekülatif atakla bankalararası faiz %6000'lere kadar çıkmıştır. MB'nın başlangıçta piyasalara 5 milyar doların civarındaki müdahalesi bu atağı engelleyemeyince 2001 krizi ortaya çıkmış ve kur serbest dalgalanmaya bırakılmıştır. Krizinin olşumunda bankacılık sektöründe yeterli döviz fazlasının olmaması, sermaye çıkışlarının gerçekleştiği bir ortamda piyasalarda güvensizliğin yaygınlaşması ve bunun yarattığı panik havasının baş göstermesi etkili olmuştur. Bu ortamda MB rezervleri ise 7,5 milyar dolar azalmıştır.

Grafik 4.19: MB Rezervlerinin Seyri – Türkiye (1994-2001 Milyon $)



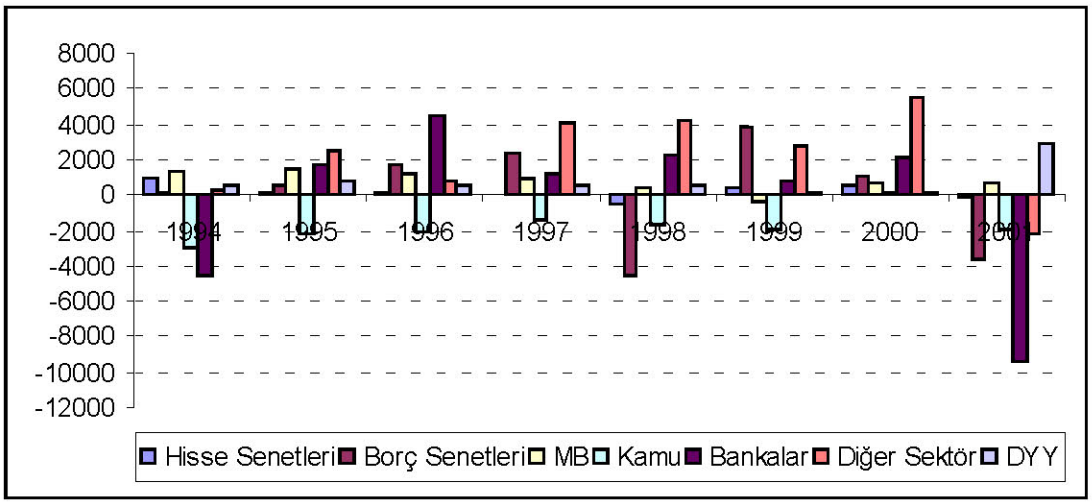
Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (26 06 2009).

2000 yılının ilk on ayı içinde, IMF ile imzalanan stand-by anlaşmasının desteği, uygulanan nominal döviz kuru çıpası ve pozitif arbitraj getirisinin, düşen faizlere rağmen süregelmesi neticesinde, sermaye girişleri artmıştır. Programda da sermaye girişlerinin parasal tabanı doğrudan etkilemesi öngörülmüştür. 2000 yılında %20 olarak hedeflenen döviz artışına karşı devlet tahvillerinin yıllık faizlerinin ortalama %36'lerde olması devleti fonlayan bankalara, dolar cinsinden yaklaşık %15'in üzerinde reel kar elde etme imkanı tanımıştır[349]. 2001 yılı sonu itbari ile net yabancı sermaye çıkışı, varlıklar ve yükümlülükler olarak, 14,5 milyar dolar olmuştur. Kriz öncesi 1999 yılında gerçekleşen sermaye girişlerinin %80'ini 6,4 milyar dolar ile sadece iki alt

[349] Korkut Boratav, "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", Ağustos 2001, s.4, erişim: http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_agu01 (09.03.2007).

kalemden oluştuğu, 2000 yılında ise borç senetleri ile bankacılık kesiminden oluşan bu iki alt kalem girişinin 4,8 milyar dolar olduğu görülmektedir. Kriz öncesi bu dnemde sermaye hareketleri türlerinden DYY hariç sermaye hareketlerinin türlerinden olan PY, hisse senetlerinden kısa vadeli borç senetlerine yönelmiştir. 2000 yılının ilk on ayında 7,6 milyar dolar olan cari işlem açığı sermaye hareketleri ile finanse edilirken, dış borç ise 14,3 milyar dolar artmıştır. Sermaye girişlerinin önemli bir bölümünün rezerv birikimine tahsis edilmesi dış borçların cari işlem açığından bağımsız olarak artırmıştır[350]. Böylece yabancı sermaye girişlerinin ödemeler dengesi cari işlem açığının finansmanı ile bağlantısı kopmuştur.

Grafik 4.20: 2001 Krizi ve Öncesi Yabancı Sermayenin Kompozisyonu - Türkiye (Milyon $)



Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (26.06.2009).

Dışa açık ekonomik yapıda dış ticaret ve finansal serbestleştirmesini sağlamış 2001 krizi öncesi Türkiye ekonomisinin sermaye girişleri ile beraber cari açıkları artmıştır. Uygulanan programa rağmen oluşan dış dengesizliğin sürdürülemez olduğu kanısı yaygınlaşması ile yaşanan ani sermaye çıkışları krizin reel etkilerinin ön koşullarını da gerçekleşmiştir[351]. Böylece finansal kesimde yaşanan 2001 krizi reel sektöre de yansımış ve iç talep daralmıştır. Ekonomik daralma neticesinde piyasalarda yaşanan durgunluk nedeniyle iflaslar yaşanmış ve işsizlik oranı artmıştır. Türkiye'de IMF programı altında Kasım 2000'deki TL krizini izleyen 2001 krizinin çıkması çeşitli tartışmalara da neden olmuştur. MB Kasım 2000 sonra, IMF'nin onayı ile iç varlıklarına ilişkin sınırı yükseltmiş, açık piyasa işlemleri ile bankalara sağladığı fon tutarını

[350] Boratav, a.g.e., 2001, ss.1-5.
[351] Yeldan, a.g.e., 2001, s.191.

arttırmıştır. Türkiye örneği bir kez daha göstermiştir ki IMF destekli döviz kuruna dayalı enflasyon programları ülkelerde önce tüketim ve ithalat patlamasına dayalı reel büyüme gerçekleştirebilmiş ancak sonrasında oluşan dış açıkla ekonomik krizler ortaya çıkmıştır. IMF'in Kasım ayındaki krizi yanlış teşhis ettiği ve programın uygulanmasında yanlışlar yaptığı tartışılmakla birlikte bir taraftan da mali sistemimizin kırılgan olduğunu ön görememiş ve gerekli önlemleri alamamış yöneticilere de sorumluluk yüklenmiştir.

4.3.1.3.Krizlerin Ortak Özellikleri ve Dış Denge Sorunu

1994 ve Şubat 2001 krizi, döviz piyasasında ile finansal kesimde başlamış ardından yükselen döviz kuruna paralel olarak enflasyon ve faizlerde artışa neden olmuştur. Yabancı para cinsinden borçlanmış reel kesimin üretimden çekilmeleri veya yatırım ve tüketim harcamalarını kısmaları nedeniyle finansal kriz reel sektörü etkilemiştir. Finansal krizler sonrası üretim ve gelirler ile büyüme hızı düşmüş, ekonomi resesyona girmiştir.

1994 krizi spekülatif nitelikli uluslararası sermaye hareketlerinin neden olduğu bir kriz olarak nitelendirilebilir. Kriz mudilerin banka mevduatlarını çekme istemesiyle başlamış ve mevduatın tam güvenceye alınmasıyla son bulmuştur. Kamu açıklarının neden olduğu KKBG ve bunun parasal genişleme ile karşılanmaya çalışılması enflasyon artışına neden olmuştur. Sabit kur sistemini korumak amaclı yüksek faiz politikası döviz rezervlerini kritik düzeye getirmiş ve oluşan spekülatif atakla sabit kur sistemi uygulanamaz oluş ve kriz ortaya çıkmıştır. Finansal sebestleştirmenin tam olarak sağlanması sonrası ülkeye giren spekülatif nitelikli olan yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesi neticesinde de ödemeler dengesi olumsuz yönde etkilenmiştir.

2001 krizi gecelik faiz oranlarının artması sonucu likidite sıkışıklığii nedeniyle açık pozisyonların kapatılmak istenmesinin yarattığı sermaye çıkışlarından kaynaklanmıştır. Kriz uzun dönem devam eden yapısal nedenlere dayalı makroekonomik istikrarsızlık ve dünyadaki küresel krizlerin etkisini de içermektedir. Bankacılık kesiminin açık pozisyonlarının yüksek hacimlere ulaşması kur riski ve faiz oranlarındaki artış nedeniyle fonlama maliyetlerindeki artış bu krizlerin nedenleri olarak sıralanablir. Bankacılık kesiminin kırılganlığı ödemeler dengesi sorununun ortaya çıkmasına neden olmuş ve kriz ortaya çıkmıştır. Ödemeler dengesi sorununu ve 2001 krizini tetikleyen ise, yerli paranın aşırı değerlenmesi ile tüketime yönelik ithalat artışı, spekülatif nitelikli sermaye hareketleri ve artan cari açığın varlığıdır.

Farklı nedenlere dayalı krizler olmalarına rağmen 1994 ve 2001 krizlrerinin oluşmasında hızlı büyüme, döviz kuru dengesizlikleri, zayıf bankacılık sistemi ve sermaye hareketlerinin yanısıra artan cari açık ve bunun sürdürülebileceği düşüncesi ortak özellikler olarak hakim olmuştur[352]. Büyüme ile cari açık birlikte artmış ancak dış ticarette ve cari işlemlerde oluşan açık bir noktadan sonra devam ettirilememiştir[353]. Cari işlemler açığının sürdürülemeyeceğine yönelik beklenti oluştuğunda aşırı değerlenmiş ülke parasında gerçekleşen düzeltme, tedrici olmamış yerli paraya spekülatif atak biçiminde olmuştur. Yerli para aşırı değerlenmiş ve buna ilişkin gerekli düzeltme gecikmiştir. Yerli para cinsinden getirili menkul değerlerden çıkış, kısa vadeli faizlerin Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001'de olduğu gibi yüksek rakamlara ulaşmasına neden olmuş ve ülke parası hızla değer kaybetmiştir. Yükselen faizler içborç vadesini kısaltmıştır. Kamunun borçlanma maliyetleri artmış ve iç borcun çevrilmesi sorunu gündeme gelmiştir.

4.3.2.Kriz Dönemi Sonrası Etkisi

Krizinin ardından Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP) olarak bilinen ve IMF'e Mayıs 2001 niyet mektubu olarak verilen program daha önce uygulanan enflasyonu düşürme programının devamı niteliğinde olmuştur. Böylece kriz sonrası döviz kurlarının serbest dalgalanmaya bırakılması paralelinde TL'deki hızlı değer kaybının enflasyonist etkisini sınırlandırmak amacıyla para politikasının daha aktif olarak kullanılması benimsenmiştir.

Bu çerçevede, para tabanının ara hedef ve nominal çapa olarak belirlenerek öngörülen enflasyon ve büyüme çerçevesinde artırılması, kısa vadeli faizlerin ise araç olarak kullanılması hedeflenmiştir. Merkez Bankası, döviz kurlarının piyasada arz ve talep koşullarına göre oluşması kararı doğrultusunda ancak ani ve geçici dalgalanmalar halinde döviz kurlarına müdahale edileceğini vurgulamıştır. TL'nin değer yitirmesinin enflasyona yansıması ve serbest kur politikasının döviz piyasasını dengeye getirmesinden sonra 2001 sonunda nominal çıpanın enflasyon olduğundan hareketle enflasyon hedeflemesine geçilmesi öngörülmüştür. Yaşana krizlerin sonrası küresel ekonomik gelişmelerin de etkisiyle Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin hacim artmış ve kompozisyonunda da değişiklik olmuştur.

---

[352] Uygur, a.g.e., s.17.
[353] Dornbush'a göre bu oran GSYİH'nın %4'üdür.

4.3.2.1.Genel Ekonomiye Etkisi

Sıkı maliye politikası ile kamu borç stoku ve açıklarını azaltmaya yönelik faiz dışı fazla hedeflerine yönelik uygulamalar sonucu bütçe açığı 2001 yılından 2007 yılına kadar azalarak yaklaşık 40 milyar TL'den 2006 yılında 4,5 milyar TL'ye civarına düşmüştür. 2007 yılından itibaren ise artarak 2007 yılında 13,7 milyar TL ve 2008 yılında hedefin altında 17,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılının ilk dokuz ayında vergi gelirlerindeki azalış ile kamu giderlerdeki artış nedeniyle bütçe açığı 40,8 milyar TL olmuştur. 2009 yılı sonu için 10 milyar TL olarak hedeflenen büçe açığı hedefinin çok üzerinde 62,8 milyar TL olarak revize edilmiştir. Bunda küresel ekonomik krizin yarattığı iç talep daralmasının vergi gelirleri artışını sınırlandırmasının önlemli etkisi olmuştur.

2002-2006 yıllarında artan GSYİH ve düşen bütçe açıkları neticesinde bütçe açıklarının GSYİH'ye oranı %-12'lerden %-0,8'e gerilemiştir. Ancak bu oran 2007 ve 2008 yıllarında artarak sırasıyla %-1,7 ile %-1,9 değerlerine ulaşmıştır. 2009 yılında ise 2008 krizi ile alınan mali tedbirlerin neden olduğu bütçe açığının artması bütçe açığının GSYİH'ya oranında revizyonu gerektirmiş ve %-0,9 olan hedef büyük oranda arttırılarak 2009 yılı sonunda %6,6 olarak gerçekleşmesi tahmin edilmektedir (Tablo:4.4). Bu gelişmelere paralel olarak KKBG'nin GSYİH oranı 2001 yılındaki %12'lerdeki değerinden 2006 yılında %-2 oranı ile negatif değere ulaşmıştır. Ancak 2007 ve 2008 yılında bir miktar artışa geçen KKBG'nin GSYİH'ya oranı sırasıyla %0,1 ile %0,8 olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılının ilk dokuz ayında ise hızla artan KKBG'nin GSYİH'ya oranı %6,4 olmuştur. Faiz Dışı Fazla (FDF) 2002 yılında GSYİH'ya oran olarak %3,3 ile %1,9 olan program tanmlı hedefinin üzerinde üzerinde değer almış ve 2009 yılına kadar sürekli hedeflenenin üzerinde gerçekleşmiştir. 2002 yılında 11,5 milyar TL olan FDF 2007 yılında 35, 2008 yılında ise 33,2 milyar TL değerleri ile FDF'nın GSYİH'ya oranı 2007 yılında %4,1 ve 2008 yılında %3,5 olmuştur. 2009 yılının ilk dokuz ayında ise FDF 4,7 milyar dolar olmuştur[354]. 2002 yılında vergi gelirlerinin %85'i faiz giderlerini karşılarken bu karşılama oranı 2007 ve 2008 yılında sırasıyla %32 ve %30'lara gerilemiştir. 2009 yılının ilk dokuz ayında ise bu karşılama oranı %36,3 olmuştur. 2001 krizi sonrasına yönelik olarak Türkiye'nin seçilmiş temel ekonomik göstergeleri ile dış dengeye yönelik görünümü Tablo:4.4'de verilmiştir.

---

[354] TC Maliye Bakanlığı, Yıllık Bütçe Verileri, **Stratejik Geliştirme Başkanlığı**, Yıllk Ekonomik Raporlar 2008 ve 2009, s.65; s.70. erişim:http://www.sgb.gov.tr (27.12.2008; 25.12.2009).

2001 yılında gerçekleşen %6,1'lik negatif büyümenin ardından kriz sonrası 2002 yılında büyüme %6,2 olarak gerçekleşmiş ve bu tarihten sonrada 2005 yılına kadar artışını yükselterek 2004 yılında %9,4'lük büyüme hızına ulaşılmıştır. Türkiye ekonomisi 2004 yılından sonra daha öncesine göre yüksek oranlı olmasa da alışık olmadığı şekilde pozitif yönlü artışını sürdürerek 2007 yılında %4,7 büyümüştür. 2002-2007 döneminde Türkiye ekonomisinde büyüme ortalama %6,8 olarak gerçekleşmiştir. Bunda fiyat istikrarı odaklı uygulanan mali disiplinin makroekonomik göstergelere olumlu yansımalarının yarattığı etkisi göz ardı edilemez. Küresel ekonomik konjektürdeki olumlu gelişmeler ile enflasyon ve faiz oranlarındaki düşüşlerin yarattığı güven ortamının yatırımlar ve harcamalar üzerindeki yanıması ile beraber sürdürülebilir büyüme gerçekleştirilebilmiştir. Ancak 2004 yılı sonrası büyüme hızındaki bir miktar gerilemede petrol fiyatlarında yaşanan artışın fiyatlara yansıması ile iç talepte yaşanan daralmanın etkisi olmuştur.

Türkiye ekonomisi 2002 sonrası gösterdiği bu uzun dönemli büyüme performansını 2008 yılında sürdürememiş ve büyüme %1'e bile ulaşamamıştır. 2009 yılının ilk yarısında ise ekonomi %-10,6 daralmış, ilk üççeyrekte ise daralma %-3,3 olarak gerçekleşmiştir (Tablo:4.4). 2007 yılı sonrası daralmada küresel krizin etkisi ile yaşanan likidite sıkışıklığının kredi kanallarına olumsuz yansıması etkili olmuştur. Kriz Türkiye ekonomisini olumsuz etkilemeye başlamış ve özellikle 2008 yılı ikinci yarısından itibaren reel sektörü ciddi boyutlarda olumsuz yönde etkilemiştir. 2008 ve 2009 yıllarında yaşanan ekonomik daralma önceki krizlerden farklı olarak Türkiye ekonomisinin ve özel sektörünün alışık olmadığı bir durumdur. Ekonominin reel olarak yüksek küçülmeye maruz kaldığı önceki krizlerde enflasyonun etkisi ile GSYİH cari fiyatlarla artarak ekonomiyi büyütürken özel sektöre de kar imkanı yaratabiliyor ve devalüasyonlar ile ücret düşüşleri ihracat avantajı sağlayabiliyorken 2009 yılında bir miktar kur artışının dışında 2008 krizinde bu durum oluşmamıştır.

Büyümede yıllar itibariyle üretim yönünden sektör paylarında mevsimsel etkiler nedeniyle tarım hariç 2008 yılına kadar belirgin bir fark görülmese de sanayi ve hizmet sektöründe gerçekleşen büyümeler 2008 krizinin reel etkisinin boyutlarını göstermektedir. Sektör payı %25'ler civarında olan sanayi sektörünün 2002 yılında %2,7 büyümesi 2004 yılında %10'u aşmış ancak bu tepe noktadan sonra azalarak 2007 yılında %5,8'lere düşmüştür. 2008 yılında ise %-5,7 daralan sanayi sektörü 2009 yılının ilk yarısında bu daramasını hzla sürdürerek %-13,8'lik bir daralma göstermiştir.

Sektör payını bir miktar arttıran hizmet sektörü 2002 yılında %10 olarak gerçekleşen büyümesi 2003 yılında yaşanan ani düşüşünden sonra 2004 yılında %9,8 büyüse de 2008 yılına kadar kademeli olarak düşmeye devam ederek 2007 yılında %6 oranında büyümüştür. 2008 yılında ancak %0,4 büyüme gösterebilen hizmet sektörü 2009 yılının ilk yarısında ise ani bir düşüşle %-10,4 daralmıştır. Sektör payı sürekli azalarak %12'lerden %9'lara düşen tarım sektörünün büyümesinde bir istikrar olmamakla beraber 2007 yılındaki ani daralmasının ardından 2008 kriz dönemi ve sonrasında büyümesini artırarak sürdürdüğü izlenmektedir. Ana sektörlerin GSYİH artış oranına olan sektör katkıları izlendiğinde; 2001 sonrası tarım sektörünün büyümeye katkısı %1'i aşmazken zaman zaman negatif yönde düşük orandaki katkısı 2009 yılının ilk yarısında düşük oranlı sektör payına rağmen kendisini belirgin olarak hissettirmiştir. Sanayi sektörünün büyümeye katkısı ise payına eş değer oranda hizmet sektöründen düşük seyretmiş ve 2006 yılı hariç büyümeye katkısı %25'i aşamamıştır. Ancak 2008 yılı ile beraber büyümeye katısı olumsuz yönde artarak 2009 yılının ilk yarısında %-3,9 olmuştur. Hizmet sektörünün büyümeye katkısı ise 2008 ve 2009 yılı hariç baskın ve belirleyici bir seyir izlemiştir.

Tablo 4.6: Büyümeye Sektör Katkısı ve Sektör Payları

	GSYİH Büyüme				Sektör Büyüme			Sektör Payı		
	GSYİH	GSYİH Sektör Katkısı			Tarım	Sanayi	Hizmet	Tarım	Sanayi	Hizmet
		Tarım	Sanayi	Hizmet						
2002	6,2	1,0	0,7	6,1	8,8	2,7	10,1	12,2	25,1	62,7
2003	5,3	-0,2	1,9	3,6	-2,0	7,8	5,7	11,4	25,7	63,0
2004	9,4	0,3	2,9	6,1	2,8	11,3	9,8	10,7	26,1	63,2
2005	8,4	0,8	2,2	5,4	7,2	8,6	8,5	10,5	26,2	63,3
2006	6,9	0,1	2,2	4,6	1,4	8,3	7,2	10,0	26,5	63,5
2007	4,6	-0,7	1,2	3,8	-6,9	5,8	6,0	8,9	26,8	64,3
2008	0,9	0,3	0,3	0,3	3,5	-5,7	0,4	9,2	26,8	64,0
2009/6	-10,6	-6,9	-3,9	0,2	4,3	-13,8	-10,4	6,6	27,6	65,9

Kaynak: TÜİK, **İstatistikler**, Ulusal Hesaplar Veri, erişim: www.tuik.gv.tr// ulusalhesapapp/ulusalhesap.zul?tur=1;http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?_id=55&ust_id=16(17.06.2009;27.12.2009)

2002 yılında %61,4 olan ve sürekli azalarak 2008 yılında %28,2 olarak geçekleşen yeni tanımlı kamu net borç sokunun GSYİH'ya oranındaki olumlu yönde gelişmeye rağmen 2002 yılında yaklaşık 220 milyar dolar olan toplam borç stoğunun 2008 yılında 460 milyar dolara ulaşmış olması Türkiye'nin borçlanmasının krizler sonrası artarak devam ettiğini göstermektedir. Toplam borç stoku 2004 yılında 2002

yılına göre %60 civarında artarak iki yılda 327 milyar dolara, 2007 yılında da 2006 yılına göre yaklaşık 80 milyar dolar artarak 466 milyar dolara ulaşmıştır. Toplam borç stoku 2009 yılının üçüncü çeregiinde ise artışını sürdürmüş ve yaklaşk 473 milyar dolara ulaşmıştır. Türkiye'nin bu yüksek borç stoku, bir borç sarmalı riski yaratabileceğinden kaygı uyandırmaktadır. 2001 yılında kamu ve özel sektör dış borçlarının sırasıyla 47,1 ile 42,1 milyar dolar değerleri ile biribirine yakın değerler almış ancak başlangıçta kamu, 2005 yılı sonrasında özel sektör aleyhine giderek bu fark açılmıştır. 2008 yılında kamunun dış borç stoku 78,2 milyar dolar olarak gerçekleşmesine karşın özel sektörün dış borç stoku 185,9 milyar dolara olarak yüksek boyutlarda gerçekleşmiş ve 2002 yılında %19 olan özel sektör dış borcunun GSYİH'ya oranı 2008 yılında %25'lere çıkmıştır. 2001 yılında %24 olan kamu dış borç stokunun GSYİH'ya oranı ise 2008 yılı sonu itibariyle %11 olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılının ilk üççeyrek sonu itibarıyla kamu dış borç stoku 2008 yılı sonu rakamına ulaşarak 78,2 milyar dolar, özel sektörün dış borcu ise 178,3 milyar dolar olmuştur. Türkiye'nin 2001 sonrası artan toplam borç stoku iç ve dış borç stoku ile kamu ve özel sektör ayrımında Tablo:4.7'de gösterilmiştir.

Tablo 4.7: Toplam Borç Stokunun Profili (2001-2009 Milyar $, %)

	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009/9**
Top. Borç Stoku	198,4	221,2	283,4	327,9	350,9	384,1	466,3	460,0	472,8
Top. Borç/GSYİH	101	96	93	84	73	73	71	62	80
İç Borç Stoku	84,9	91,7	139,3	167,3	182,4	178,9	219,2	181,7	202,7
Dış Borç Stoku*	113,5	129,5	144,1	160,6	168,5	205,2	247,1	278,3	270,1
Kamu	47,1	64,5	70,8	74,7	70,5	71,6	73,5	78,2	78,2
Kamu/GSYİH	24	28	23	19	15	14	11	11	13
Özel	42,1	43,1	48,9	63,5	82,7	117,9	157,9	185,9	178,3
Özel/GSYİH	21	19	16	16	17	22	24	25	30

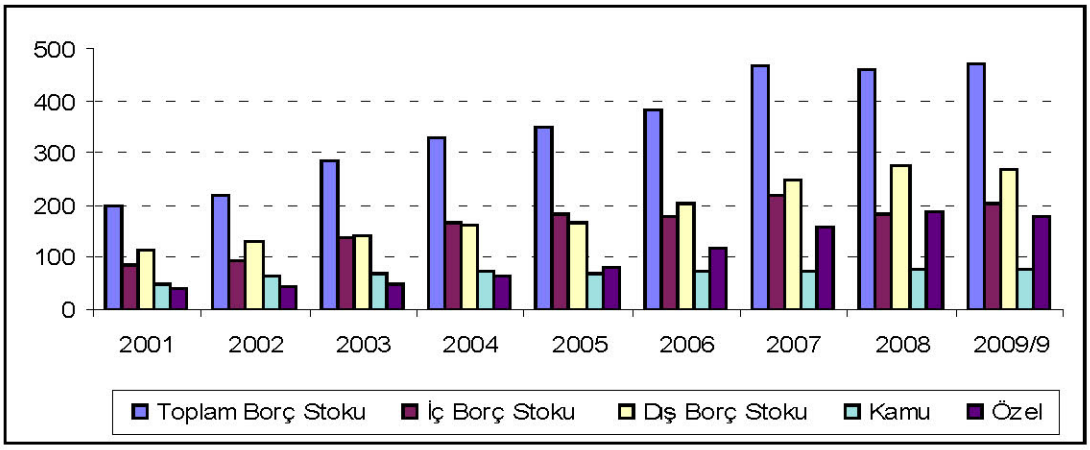
* TCMB dahil

Kaynak: HM, Borç İstatistikleri Zaman Serileri, erişim: http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymous/ZamanSerileri(15.12.2008);http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/%c4%b0statistikler/Kamu%20Finansman%c4%b1%20%c4%b0statistikleri/Bor%c3%a7%20%c4%b0statistikleri%20Zaman%20Serileri/ZS%20BRUT%20DI%c5%9e%20BOR%c3%87%20GROSS%20EXTERNAL%20DEBT.xls#'BORCLU-BORROWER'!A1; http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/%c4%b0statistikler/Kamu%20Finansman%c4%b1%20%c4%b0statistikleri/%c4%b0%c3%a7%20Bor%c3%a7%20%c4%b0statistikleri/YILLIK_VERILER.xls#yillik_stok_GNP!R1C1 (17.12.2009)

Türkiye ekonomisinin kamu borç yönetimi 2001 yılı sonrası dış borçlarını iç borca dönüştürüp vadesini uzatabilmiş ve kamunun borç servis yükünü %85'lerden

2008 yılında %30,1 seviyesine düşürebilmiştir. Bunu gerçekleştirilirken iç borçlanma faizlerini 2002 yılındaki %60'lar seviyesinden 2007 yılında %18'lere, 2008 yılında krize rağmen %19'lara ve 2009 Eylül ayında ise 5,2 seviyelerine düşürmüştür[355]. Ancak iç borç stokunun reel faizleri 2004 sonrası enflasyon oranına paralel olarak %6-7'ler seviyesinde seyretmesi nedeniyle iç ve dış borç stoku 2008 yılında bir miktar düşüş gösterse de artarak devam etmiştir. 2010 yılına girerken artan iç borçla beraber piyasalardan sağlanması gereken borçlanma gereğinin artmış olması ciddi bir zorluk olarak görülmektedir.

Grafik 4.21: Toplam Borç Stokunun Seyri (2001-2009 Milyar $)



Kaynak: HM, İstatistikler, Ekonomik Göstergeler, erişim:http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/VI-KamuMaliyesi/VI_9_1 (28.12.2009).

2004 yılı sonrası artan özel sektör ağırlıklı dış borçun vade yapısı özel sektör yatırımlarının sermaye hareketleri ile kaynak yaratabilme ve bu kaynağın kalitesi nedeniyle oluşabilecek ekonomik etkisinin değerlendirilebilmesinde önem kazanmaktadır. 2008 yılı sonu itibariyle 78,2 milyar dolar olan kamu dış borcunun 75 milyar doları uzun vadeli iken özel sekörün ABD doları ağırlıklı ortalama uzun vadeli dış borcu yaklaşık 140,5 milyar dolar olmuştur. 2001 yılında 14,6 milyar dolar olan özel sektörün kısa vadeli dış borç stoku 2008 yılında 45,3 milyar dolara çıkmış ve 2009 yılının ilk üççeyreğinde ise 44,1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Uzun vadeli özel sektörün dış borcu 2009 yılının ilk üççeyreğinde 132,1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Özel sektör dış borcunun yaklaşık 3/5'i bankacılık dışı sektörlere

[355] HM, Kamu Borç Yönetimi, erişim: http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Treasury%20Web/Statistics/Annual/II-%20Kamu%20Borc%20Yonetimi/kamu%20borc%20yonetimi.xls (30.12.2009)

aittir[356]. Bunda diğer sektörlerin finansman ihtiyaçlarını dış krediler ile sağlaması etkili olmuş ve bu yolla diğer sektörler yabancı sermaye girişlerinde önemli bir birikim kanalı oluşturmuşlardır. Ancak 2010 yılına girerken küresel krizin devam ettiği bir ortamda finansal akımların artmaması dikkate alınırsa özel kesimin dış borç servisinin yüksek olması özel kesimin ödemeler dengesinin finasmanındaki üstlendiği bu rolü zora düşürebilecektir.

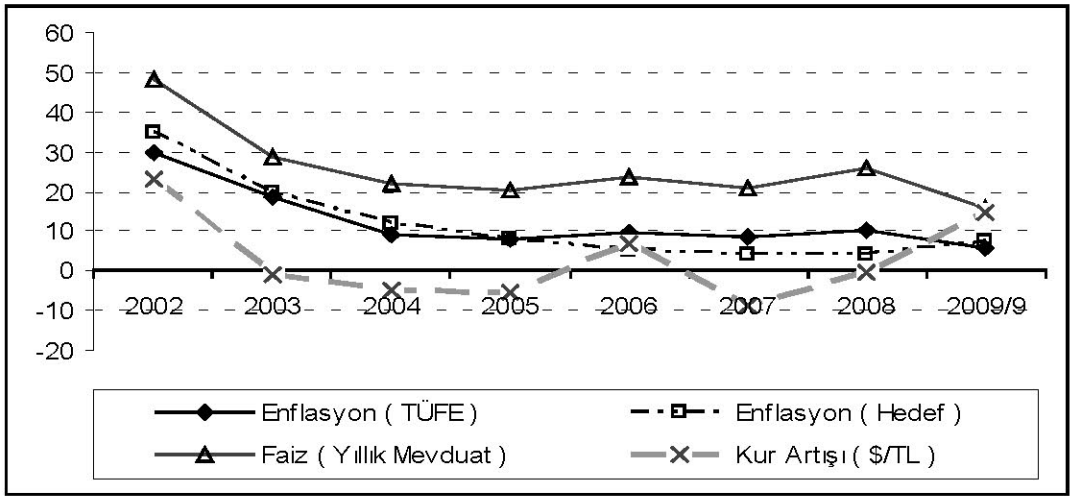
2001 Kriz sonrası 2002-2005 yılları arasında örtük olarak uygulanan enflasyon hedeflemesinden sonra 2006 yılında enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmiş ve böylece fiyat istikrarına yönelik olarak serbest kur rejimi altında para politikasının temeli oluşturulmuştur. Enflasyon hedefi olarak 2002 yılında %35'lik oran belirlenmiş ve aynı yıl enflasyon hedefin altında %29,7 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılına kadar dört yıl boyunca enflasyon hedeflenin altında gerçekleşmiş ve enflasyon 2005 yılında %8 olan hedefinin altında gerçekleşerek %7,7 olmuştur. Ancak enflasyon 2006 ve 2007 yılındaki %5 ve %4'lük hedeflerini tutturamayarak sırasıyla %9,7 ve %8,4 olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılında yaşanan küresel kriz ve onun etkisi ile 2008 yılı için %4 olan enflasyon hedefi yine tuturulamayarak %10 olmuştur. Yaşanan kürel gelişmelerin Türkiye ekonomisine yansıması nedeniyle gecikmeli de olsa enflasyon hedefi 2008 yıl sonrası için revize edilmiş ve 2009, 2010 ve 2011 için sırasıyla %7,5 %6,5 ve %5,5 olarak belirlenmiştir.

Buna karşılı borçlanma faizleri 2001 yılındaki %60'lık seviyelerinden 2005 yılı sonu itibari ile yıllık vadeli ağırlakdırılmış mevduat cinsinden %20 seviyesine kadar düşmüş, 2006 yılında bir miktar yüselmişse de 2007 yılında %21 olmuştur. 2008 yılında ise enflasyon artış beklentisi nedeniyle yılın ilk yarısında MB'nın uyguladığı kısa vadeli faiz politikası ile faiz oranlarını arttırmasının etkisi ile yıllık mevduat cinsinden faiz oranları %25,7 olarak gerçekleşiştir. 2009 yılının ilk yarısında bu defa MB'nın 2008 yılı sonu ile 2009 yıllının başında ard arda faiz oranlarını düşürmesi nedeniyle faiz oranları, yıllık mevduat cinsinden %15'lere ve iç borç faizleri cinsinden %9,1 seviyesine kadar düşmüştür. Enflasyon ve faizlerdeki bu düşüş yönlü olumlu gelişmelere rağmen reel faizlerin halen yüksek oranda gerçeklemesi Türkiye'ye yönelik sermaye girişerinde etkili olduğu en azından 2008 yılında yaşanan küresel likidite sıkışıklığında çıkışlara neden

[356] HM, Türkiye Brüt Dış Borç Stoku-Profil Tablosu, erişim: http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/%c4%b0statistikler/Kamu%20Finansman%c4%b1%20%c4%b0statistikleri/T%c3%bcrkiye%20Toplam%20D%c4%b1%c5%9f%20Bor%c3%a7%20Stoku%20Ve%20Servisi%20Verileri/GROSS%20EXTERNAL%20DEBT%20BRUT%20DI%c5%9e%20BOR%c3%87.xls#'PROFIL-PROFILE'!A1(30.12.2009)

olmadığı söylenebilir. 2001 yılı sonrası dünyada oluşan likidite bolluğunun neden olduğu sermaye girişleri ile döviz kuru artışları baskılanmış ve TL, ABD dolarına karşı değer kazanmıştır. 2001 yılında %96,5 olan $/TL artış oranı 2005 yılında %-5,7'e kadar düşmüştür. 2005 yılı sonrası dalgalı bir seyir izleyen $/TL artış oranı 2008 yılında %-0,7 olmuş ve 2009 yılının ilk yarısında ise artış %15 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Grafik 4.22: Enflasyon Hedeflemesi Altında Faiz ve Kuru Artışı (2002-2009)

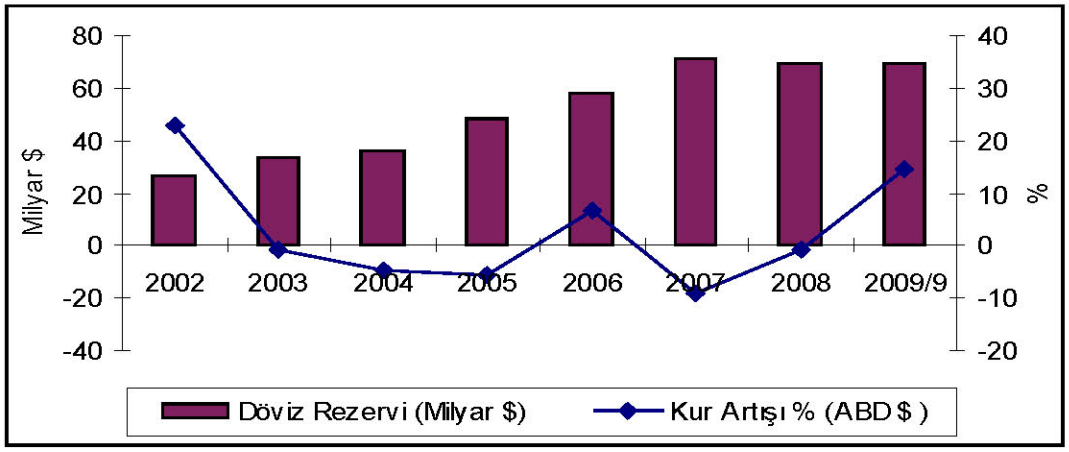


Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (17.06.2009;27.12.2009)

MB'nın 2001 kriz yılında 18,7 milyar dolar olan rezervleri 2002 yılında 26,8 milyar dolara ulaşmış ve 2006 yılında döviz piyasasına satım yönlü müdahaesine rağmen artışını sürdürerek 2007 yılında 71,6 milyar dolara çıkmıştır. 2005 yılından itibaren MB'nın resmi olarak döviz kuru hedefinin olmaması nedeniyle döviz piyasalarını etkilememek amacıyla döviz alım satım ihalelerini önceden açıkladığı takvim çerçevesinde gerçekleştirmektedir. Dalgalı döviz kuru rejimi altında kısa vadeli faiz oranlarının para politikası aracı olarak kullanılmasına rağme 2006 yılı sonrası MB döviz piyasalarındaki oynaklıklara hem müdahale amacı ile hem de önceden açıkladığı döviz alım satm ihale takvim ve limitlerinde sık sık yaptığı değişikler ile girmiştir. Bunda 2007 yılı öncesi küresel likidite bollğu ile 2007 yılı sonrası küresel krizin neden olduğu döviz kuru risk algılamasının etkisi olmuştur. Bu nedenle 2007 yılında yabancı sermaye girişlerinin de etksi ile artan MB döviz rezervleri 2008 yılında döviz satım ihallerinin etkisi ile bir miktar düşerek 69,7 milyar dolar olmuştur. 2009 yılının ilk üççeyreğinde ise 69,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ancak 2010 yılına girerken MB döviz rezervlerinin bu seviyelerde olmasına rağmen MB bilonçosunun döviz yükümlülüklerinin yüksekliği nedeniyle rezervlerin döviz yükümlülüklerine oranını

%70'ler gibi düşük seviyede olması[357] Türkiye'nin döviz ihtiyacının var olduğu göstermektedir.

Grafik 4.23: TCMB Reervleri ile ABD Dolar Kur Artışı (2002-2009)



Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (17.06.2009;27.12.2009).

4.3.2.2.Dış Dengeye Etkisi

Uluslararası likiditenin yüksek ve küresel risk algılamalarının düşük olduğu 2001 krizi sonrası dönemde yüksek getiri arayışındaki sermaye GOÜ'e giriş hacmini arttırmıştır. Kriz sonrasının bu ortamında Türkiye'de yaşanan ekonomik gelişmelerin etkisiyle Türkiye'de bu sermaye hareketlerinden görece yüksek miktarda rekora ulaşan düzeylerde payını almıştır. Ancak 2001 sonrası sermaye girişlerindeki artışa rağmen cari işlem açığında da çok hızlı bir artış olmuştur.

Dış dengeyi de temsil eden cari açığın temel sebeplerinden biri, ithalat ve ihracat rakamlarının arasındaki farkı ifade eden dış ticaret açığıdır. Dış ticaretin serbest olduğu bir ortamda, TL'nin de değerlenmesi nedeniyle ithal malların fiyatları yerli malların fiyatlarına göre ucuzlaması iç taleb artışının ithal mallara yönelmesine neden olmuş ve ithalat artmıştır. Bununla beraber artan ihracat da artmış ve dış ticaret hacmi genişleyerek yüksek hacimlere ulaşmıştır. 2001 yılında 38,1 milyar dolar olan ithalat 2002 yılında hızla artarak 47,1 milyar dolara yükselmiştir. İthalattaki bu artış hızı 2009 yılına kadar devam ederek 2008 yılında 193,7 milyar dolara ulaşmış ve 2001 yılına göre yaklaşık 6,5 kat artmıştır. İhracat da ithalata pralel olarak sürekli artmış ve 2001 yılında 34,7 milyar dolardan 2008 yılında 140,8 milyar dolara yükselmiştir. Buna bağlı

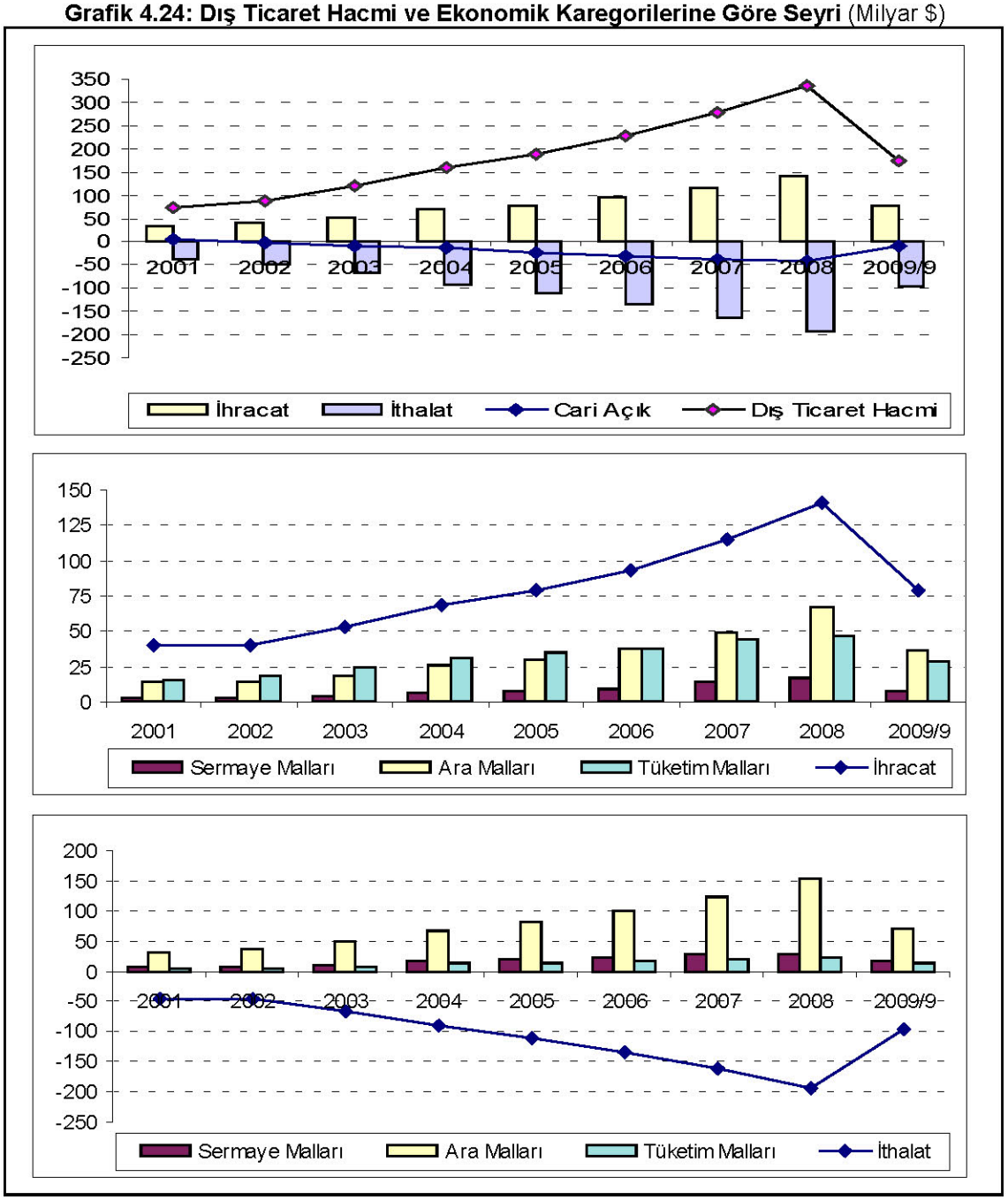
[357] TCMB, EVDS: Merkez Bankası Analitik Bilançosu, http://evds.tcmb.gov.tr/fame/webfactory/evdpw/rpt/20421.html (04.01.2010).

olarak dış ticaret hacmi de 2001 yılındaki 72,8 milyar dolardan 2008 yılında 334,5 milyar dolara ulaşmıştır. Ancak bu dış ticaret artışına rağmen dış ticaret hacminin GSYİH oranı 2002 yılında %37'ler de iken 2007 yılında %42'ye 2008 yılına ise %45'lere kadar çıkabilmiştir. 2009 yılının ilk üççeyreğinde ise küresel krizin reel ekonomiye yansıması ve dünya ticaretinde yaşanan daralmanın etkileri ile ihracat 78,7 milyar dolar, ithalat ise 95,7 milyar dolar olmuş ve dış ticaret açığı yaklaşık 17 milyar dolar olarak gerçekleşmiş Türkiye'nin dış ticaret hacmi yaklaşık %35 daralmıştır.

Artan dış ticaret ile birlikte dış ticaretin dolayısıyla dış dengenin kalitesi açısından ithalatla ve ihracatın sermaye, ara ve tüketim malları türleri incelendiğinde; 2002 yılında 37,7 milyar dolar olan ara malları ithalatının, 2008 yılında 151,8 milyar dolara ve 14,7 milyar dolar olan ara malları ihracatının da yaklaşık 67,7 milyar dolara ulaştığı görülmektedir. Tüketim malları ithalatının ise 4,9 milyar dolardan 2008 yılında 21,5 milyar dolara ve tüketim malları ihacatının 18,5 milyar dolardan 2008 yılında 47,1 milyar dolara ulaşmıştır. Ara ve tüketim mallarının ithalat ile ihracat içindeki payları değerlendirildiğinde 2008 yılında Türkiye ithalatı içindeki %75,1 payla ara malları ithalatçısı olurken aynı zamanda %51,3 payla ara ve %35,7 payla tüketim malları ihracatçısı konumundadır. Ancak 2001 yılı sonrası %51,2 olan ihracat içindeki tüketim malları payı 2008 yılında %35,7'ye, sermaye mallarının ithalat içindeki payları ise %16,3'den 2008 yılında %13,9'e düşmüştür. 2008 yılında sermaye mallarının ihracatı 16,7 milyar dolar ithalatı ise 28,0 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2008 krizi sonrası 2009 yılının ilk üççeyreğinde ara malları ithalatı 71,1 ihracatı 36,2 milyar dolar; tüketim malları ithalatı 13,4 ihracatı 28,6 milyar dolar; sermaye malları ithalatı 15,2 ihracatı ise 7,8 milyar dolar olmuştur.

Buna göre tüketim ve ara mallarına yönelik ithalatta artış olduğu ve ihracatın ithalata bağımlı olarak sermaye ve ara malları ithalat artışı ile arttıralabildiği görülmektedir. Türkiye için ara malları ithalat ve ihracatının hacim ve payları ile düşen tüketim malları ihracat ve payları dikkate alındığında bu durumun DYY teorileri ile uyumlu olduğu söylenebilir.

Grafik 4.24: Dış Ticaret Hacmi ve Ekonomik Karegorilerine Göre Seyri (Milyar $)



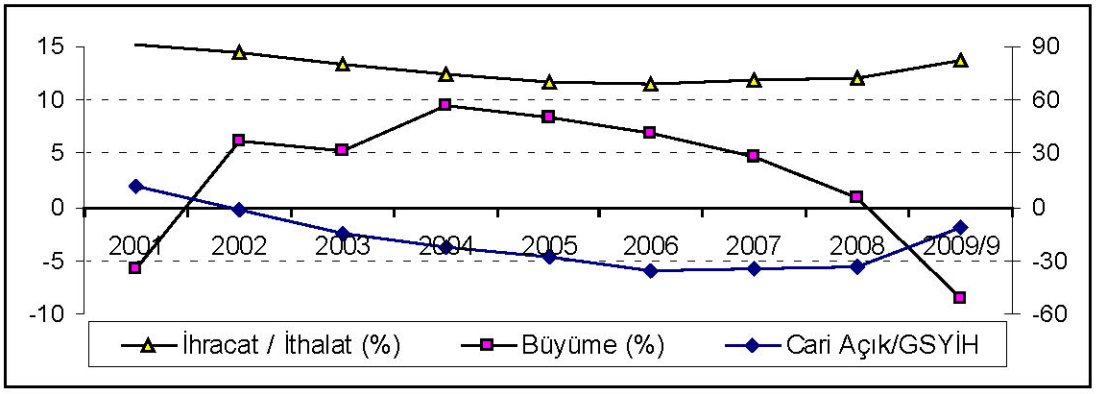
Kaynak: TCMB, EVDS, erişim:http//evds.tcmb.gov.tr/fame/webfactory/evdpw/rpt/28898.html (17.12.2009).

Krizin daraltıcı etkisi nedeniyle 2001 yılındaki %91,2 olan ihracatın ithalatı karşılamada gerçekleşen yüksek oran dikkate alınmaz ise 2002 yılından 2007 yılına kadar ihracatın ithalatı karşılama oranı sürekli olarak azalmış ve 2006 yılında %69,6 olarak gerçekleşmiştir. Artan dış ticaret hacmi ile beraber karşılama oranında yaşanan bu düşüş ihracatın ithalata ne denli bağımlı olduğunu göstermektedir. Ancak 2007 yılı

ile beraber bu oran bir miktar artarak 2007 yılında %71,2'ye 2008 yılında ise 72,7'ye yükselmiştir. Bunun nedeni ise bu dönemde genişleyen dış ticaret hacmi ile beraber ithalat artış oranının ihracat artış oranından daha yavaş artmış olmasıdır.

Artan dış ticaret açığı ile beraber ihracatın ithalatı karşılama oranının büyüme dönemlerinde artmaması hatta düşmesi 2002 yılında 600 milyon dolar olan cari açığı sürekli artarak 2008 yılında yaklaşık 42 milyar dolar olarak gerçekleşmesine neden olmuştur. 2009 yılının ilk üççeyreği sonu itibarıyla ekonominin ve dış ticaret hacminin daralması ile cari açık 8,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Car denge 2001 yılında 3,8 milyar dolar fazla verdikten sonra cari açığın GSYİH oranı 2002 yılında %-0,3 ve 2006 yılında %-6,0 olmuş ve 2007 ve 2008 yıllarında ise sırasıyla %-5,8 ile %-5,7 olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılının ilk üççeyreğinde ise azalarak %-1,9 değerini almıştır.

Grafik 4.25: İhracatın İthalatı Karşılama Oranı ve Cari Açık (%)



Not: Cari Açık ve Büyüme sol eksen İhracat/İthalat sağ eksenden gösterilmiştir.

Kaynak: TCMB, EVDS; erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (17.12.2008;27.12.2009).

2001 yılı sonrası giderek artan cari açık 2003 yılından itibaren artarak devam eden yabancı sermaye girişleri ile kapatılmaya çalışılmış ve dış dengesinin sağlanmasında cari açığın finansman aracı olarak kulanılmıştır. Küresel sermayenin GOÜ'e yönelik girişlerinden Türkiye'de görece yüksek miktarlada yararlanmıştır. Daha 2002 ile 2005 yılları arasında 23 kat artan PY, 2005 yılı sonu itibariyle 13,4 milyar dolar seviyesine ulaşmış ancak 2006, 2007 ve 2008 yılında yaşanan çıkışlarla 2007 yılında 2001 krizi sonrası döneme yaklaşmış ve 2008 yılında net PY 5 milyar dolar negatif değer almıştır. 2009 yılının ilk üççeyreğinde ise net 659 milyon dolar PY girişi olmuştur. 2002 yılında 939 milyar dolar olan DYY ise 2004 yılında 2 milyar dolara ulaşmış ve

2005 ve sonrası özelleştirme[358] ve Doğrudan Yatırım Kanunun da etkisiyle 2007 yılında net 20 milyar dolara yaklaşmıştır. 2008 yılında ise net DYY küresel krize rağmen bir miktar azalarak yaklaşık 16 milyar dolar olarak geçekleşmiştir. 2009 yılının ilk üççeyreğinde ise net DYY'lar 5 milyar dolar civarında olmuştur. 2001 kriz sonrası yaşanan büyüme dönemlerinde dış ticaret hacminin genişlemesi ile beraber oluşan dış ticaret ve cari işlemler açığının büyük oranda sermaye girişleri ile kapıtılması yoluna gidilmiş ve yabancı sermaye, cari açığın finansman aracı olarak kullanılmıştır.

Tablo 4.8: Ödemeler Dengesi ve Cari Açığın Finansmanı (Milyon $)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009/9
Cari İşlemler Hesabı	-626	-7515	-14431	-22088	-32051	-38219	-41812	-8644
Dış Ticaret Dengesi	-6390	-13489	-22736	-33001	-40962	-46677	-52980	-17041
Finans Hs.	1172	7192	17702	42660	42689	48637	33636	2474
DYY	939	1252	2005	8967	19261	19940	15785	5168
PY	-593	2465	8023	13437	7373	717	-5046	659
Diğer	826	3475	7674	20256	16055	27980	22897	-3353
Rezervler	212	-4097	-4342	-23200	-10625	-12015	2758	-14
Hata Noksan	-758	4450	1071	2628	-13	1597	5418	6184

Kaynak: TCMB, EVDS, erişim:http//evds.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi?cgi=$cbtweb (17.12.2008;27.12.2009).

Bu veriler ışığında, Türkiye ekonomisinin 2001 krizi sonra hızlı bir büyüme trendine girdiği ve 2008 yılına kadar bu büyümeyi dış kaynaklar yardımıyla sürdürdüğü dış kaynağın azalması ile de büyümesinin sürdüremediği söylenebilir. Küresel krizin Türkiye ekonomisinin büyümesi üzerindeki olumsuz etkisinin görüldüğü 2008 ve de 2009 yılında sermaye girişleri azalsa da sürmüş ve dış denge sorununun yaşanmasını engelleyebilmiştir. Ancak cari işlemler açığı uluslararası sermaye hareketlerine gittikçe daha duyarlı hale gelen Türkiye ekonomisi uzun yıllar dış denge sorununu sermaye hareketleri giriş ve çıkışlarına indirgemiştir. Bu durum, cari dengenin kontrolünün giderek daha dışsal bir unsur haline gelmesine yol açmaktadır. Diğer bir ifade ile iç ve

[358] TCMB, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı verilerine göre 2000 ve 2001 yılında 5,8 milyar dolar olan özelleştirme tutarı karşılığında Türkiye'ye yaklaşık GSM lisans bedeli dahil 3 milyar dolar (2,95 milyar dolar) DYY girişi olmuştur. Ancak 2001 sonrası 2007 sonrası itibari ile toplam 22,5 milyar dolarlık özelleştirme tutarına karşın 3,3 milyar dolar DYY girişi gerçekleşmiştir. 2008 yılında ise başta Pektim, Türk Telekom ve Tekel Sigara olmak üzere yaklaşık 6,3 milyar dolar bedel ile özelleştirme gerçekleşmiştir.

dış piyasalarda meydana gelebilecek bir dalgalanmanın Türkye'ye giren sermaye hareketlerinini sürdürülemez hale getirmesi durumunda, ekonomik dengeler dış denge sorunu nedeniyle bozulabilecek potansiyeldedir.

4.4. Türkiye'de Dış Denge Sorunsalı ve Sermaye Hareketlerinin Üretim Üzerine Etkisi

Bir ülkenin dış tasarruf açığı diğer bir ifade ile dış denge sorunu ödemeler bilançosu değişkenlerinin etkileşimi ile ifadesini bulur. Cari işlemler hesabı bir taraftan uluslararası mal ve hizmetinin ticaretini yansıtırken diğer taraftandan da ekonomik aktörlerin tasarruf ve yatırım kararlarının ve beklentilerinin bir göstergesidir. Bu kapsamda ödemeler dengesi üzerinde faiz ve kur politikalarının yarattığı dinamiklerden kaynaklanan etkiler ile cari işlemler hesabında kendisini gösteren dış ticaret ile sermaye hareketlerinin aldığı değerler ve bunlara ilişin beklentiler gibi dış dengenin sağlanmasına etki eden faktörler vardır. Bu nedenle ekonomi literatürde dış dengeye yönelik gelişmeler ve bunun nedeleri ile sürdürülebilirlik düzeyi tartışılır olmuştur. Finansal serbestleşme ve sermaye hesabının açılması ile beraber 1989 yılı sonrası Türkiye ekonomisinin yaşadığı gelişmeler ile bu dış denge sorunsalında temellenen sorunlar demetinin ortaya konması kalıcı çözümler yaratılması açısından anlamlı olacaktır.

Türkiye'de sermaye hesabının açılmasından sonra dış denge sorunu ve artan cari açık ile cari açığın sürdürülebilirliği veya azaltılması için uygulanan iktisat politikalarında dış denge bir sorun olarak algılanıyor olsa da geçmiş ve yaşanan deneyimler göstermiştir ki sorunun çözümünde politika uygulamaları yetesiz kalabilmek ve sorun kronikleşmektedir. Kısa vadede cari açığın finansmanın sağlanabiliniyor olması bunun bir sorun olarak algılanmamasına neden olabilir. Ancak iktisat politikası açısından uzun dönemde sermaye hareketleri ve yerli paranın değer kazanmasına neden olarak sağlanan bu tür bir finansmanın sürdürülebilirliği söz konusu olmayabilir. Yabancı sermayeden uzun vadede beklentilerden biri de, kısa vadede cari açığın finansmanın yanı sıra, üretim için firma finansmanının ve ihracat yolu ile dış ticaret avantajının cari dengenin oluşturulmasına yönelik olarak sağlanabilmesidir. Böylece dış denge sorununa neden olmadan cari açık azaltılabilir ve ülkeye giren yabancı sermaye etkin ve verimli kullanılarak tasarruf açığının azaltılmasına katkı sağlayabilir.

Bu çerçevede finansal serbestleşme sonrası Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin dış denge sorunsalına yönelik üretim temelinde reel ekonomik etkisinin ortaya konabilmesinde öceki başlıklarda verilen sermaye hareketlerinin genel ekonomik etkisinde önem kazanmaktadır. Söyle ki; sermaye giriş ve çıkılarının üretim üzerinde doğrudan etkisi yanı sıra ithalat ve ihracat yolu ile oluşan diş ticaret hacminin dolaylı etkisi nedeniyle bu hacimlerin de değerlendirilmesi gerekir. Çünkü sermaye hareketleri sadece cari açığın finansnanın bir aracı olarak değil aynı zamanda orta ve uzun vadede doğrudan üretim ve dolaylı olarak ihracat - düşük dış ticaret açığı veya fazlası - için bir araç olarak görülmediği müddetçe dış denge sorunsalının kısa vadede çözümü orta ve uzun vadede ise nedeni olma özeliğini taşır. Tasarruf açığı ve yatırımlar için sermaye yetersizliği olan ülkeler için sermaye girişlerinden dış denge sorunun çözümüne yönelik belenen faydanın elde edilmesinin ölçütleri ancak bu tür bir yaklaşımla sağlıklı bir şekilde ortaya konarak ekonomi politikaları üretilebilir.

4.4.1.Dış Denge Sorunsalı ve Sürdürelebilirliği

Sermaye hareketlerine açık ve tasarruf yeterszliği nedeniyle büyüme için dış tasarrufa gereksinimi olan ekonomiler finansal dengelerin sağlanmasına yönelik olarak bir taraftan reel faiz oranlarını yüksek tutarak ulusal paranın değrlenmesini neden olurken diğer taraftanda döviz karşısında değerli ulusal para ile dış ticarete açık ve eksik rekabetçi üretim sektöründe gerileme olgusu ile karşı karşıyadırlar. Böyle bir ortamda ülke içinde kullanılabilir sermaye sabit yatırımlar yerine tüketim ve ithalat artışı ile cari dengenin olumsuz etkileyebilmekte ve dış denge sorunu kronik hale dönüşebilmektedir.

Türkiye ekonomisinde yaşanan gelişmeler göstermiştir ki büyüme dönemlerinde dış tasarruf açığına bağlı olarak artış kaydeden cari açıklar gerçekleşirken ekonominin daralma dönemleride ise cari açıklar hızla kapanabilmektedir. Uygulanan faiz ve kur politikaları nedeniyle TL'nin değer kazandığı ve ekonominin hızlı büyüdüğü yıllarda cari açık oluşmaktadır. Ancak hızlı ekonomik büyüme ile beraber oluşan cari açığın sürdürülebilirliği onun finansman kalitesini tartışmalı hale getirmektedir. Çünkü oluşan cari açık, iç talep kontrol altında tutulabilir ve büyüme hızı sürdürülebilir oldukça kontrol edilebilmektedir. Piyasa aktörleri, endojen veya egzojen bir olumsuzluk nedeniyle bu cari açığın sürdürülemez olduğu beklentisine girdiklerinde dış denge sorunu tekrar ortaya çıkabilmektedir. Cari açığın sürdürülemez

olduğunun algılanmasının ardından kur ayarlamaları veya ekonomideki daralma ile cari açık kapanabilmektedir.

Tablo 4.9: Büyüme, Dış Denge ve Üretim – Türkiye (1989-2009)

	GSYİH (Artış %)	Cari Açık (Milyon $)	Cari Açık/ GSYİH	Dış Tic. Dengesi (Milyon $)	Sermaye Hareketleri (DYY+PY-Net, Milyon $)	S.Üretimi (Endex) [2]
1989	0,3	961	0,7	-4190	2049	51,9
1990	9,4	-2625	-1,3	-9448	1247	57,1
1991	0,3	-75	0,0	-7290	1406	58,9
1992	6,4	-974	-0,5	-8076	3190	61,9
1993	8,1	-7766	-3,2	-13681	4539	65,5
1994	-6,1	498	0,3	-4167	1717	61,4
1995	8.0	-5406	-2,4	-13152	1009	66,7
1996	7,1	-2437	-1,0	-10264	1182	70,6
1997	8,3	-2638	-1,0	-15049	2188	78,3
1998	3,9	2152	0,8	-14038	-6138	79,3
1999	-3,4	-925	-0,4	-9771	3567	76,4
2000	6,8	-9920	-3,7	-22057	1134	81,0
2001	-5,7	3760	1,9	-3363	-1660	74,0
2002	6,2	-626	-0,3	-6390	346	81,0
2003	5,3	-7515	-2,5	-13489	3717	88,0
2004	9,4	-14431	-3,7	-22736	10028	96,6
2005	8,4	-22136	-4,6	-33001	22404	100,0
2006	6,9	-31893	-6,0	-40962	26634	107,7
2007	4,7	-37684	-5,8	-46677	20657	115,3
2008	0,9	-41289	-5,7	-52870	10355	114,4
2009*	-8,6[1]	-8644[1]	-1,9[1]	-17041[1]	5827[1]	99,8[1]

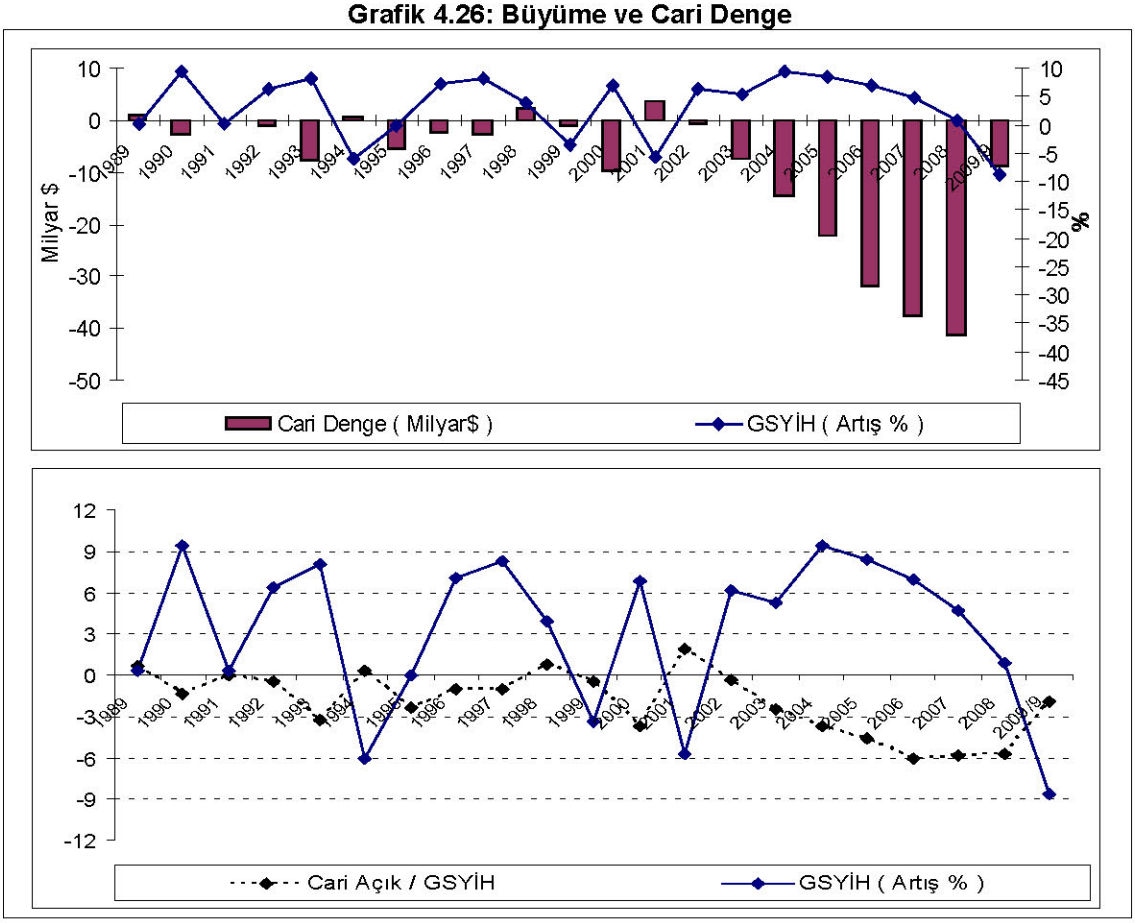
*[1] Q3 2009, [2] (2005=100).

Kaynak: IMF, **World Economic Outlook Database**, October 2008, erişim:http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/weoselgr.aspx (17.11.2008) ve IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008; 23.12.2009), TCMB, EVDS; erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (17.12.2008;27.12.2009).

Türkiye ekonomisi 1989-2009 döneminde yılda ortalama %3,7 oranında büyüme gösterirken genel olarak cari açığın artış gösterdiği 1989-1993 döneminde yılda ortalama %6,1 1995-2000 döneminde %5,1 ve 2002-2008 döneminde ise yılda ortalama %6,0 oranında büyüme performansı göstermiştir. Ancak 1994, 2001 ve 2009 (%-5,6 beklenen negatif değeri ile) yıllarında büyüme negatif değer alırken bu defa cari açıklar kapanmış veya azalabilmiştir. Kriz veya büyümenin daraldığı veya negatif değerler aldığı yıllarda cari açığın kapanması kadar büyümenin daraldığı veya negatif değerler aldığı yıllardan bir önceki yıllarda ise cari açığın arttığı hatta 2008 yılında ise olağan üstü hacimlere ulaştığı görülmektedir. 2008 krizinin gecikme etkisi nedeniyle 2009 yılı sonrası için şimdilik bunu söylemek mümkün olmasa da benzer şekilde negatif büyüme yıllarından hemen sonra da cari açık tekrardan oluşabilmektedir. Aynı

ilişki büyüme ile cari açığın GSYİH'ya oranı arasında da söz konusudur. O halde Türkiye için cari açık ile büyüme arasındaki negatif yönlü korelasyonun varlığından ve bunun gerekli tedbirler alınmadığı sürece tekrarlanabilir olduğundan bahsedilebilir.

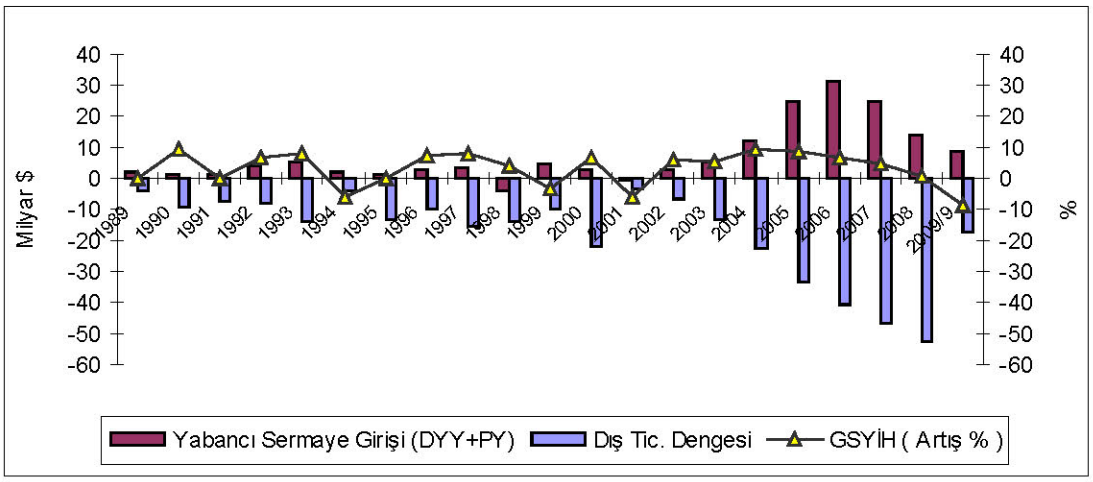
Grafik 4.26: Büyüme ve Cari Denge



Kaynak: : TCMB, EVDS; erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (24.12.2008).

Büyüme dönemlerinde cari açığın oluşum dinamiklerine bakıldığında cari açığın arttığı dönemlerde dış ticaret hacmi artmakta ancak dış ticaret dengesi ithalat lehine gelişme göstermektedir. Diğer bir ifade ile negatif büyüme dönemlerinde hem dış ticaret açığı hemde ihracatın ithalatı karşılama oranı azalmaktadır. Yine büyüme dönemlerinde artan dış ticaret açığı ve cari açığa rağmen ödemeler dengesinin sağlanmasında cari açığın finansmanını sağlayan yabancı sermaye girişlerinde artış olduğu görülmektedir. Böylece Türkiye ekonomisi büyüme dönemlerinde oluşan cari açığı sermaye girişleri ile finanse edilebilmektedir.

Grafik 4.27: Cari Açığın Finansmanı ve Büyüme

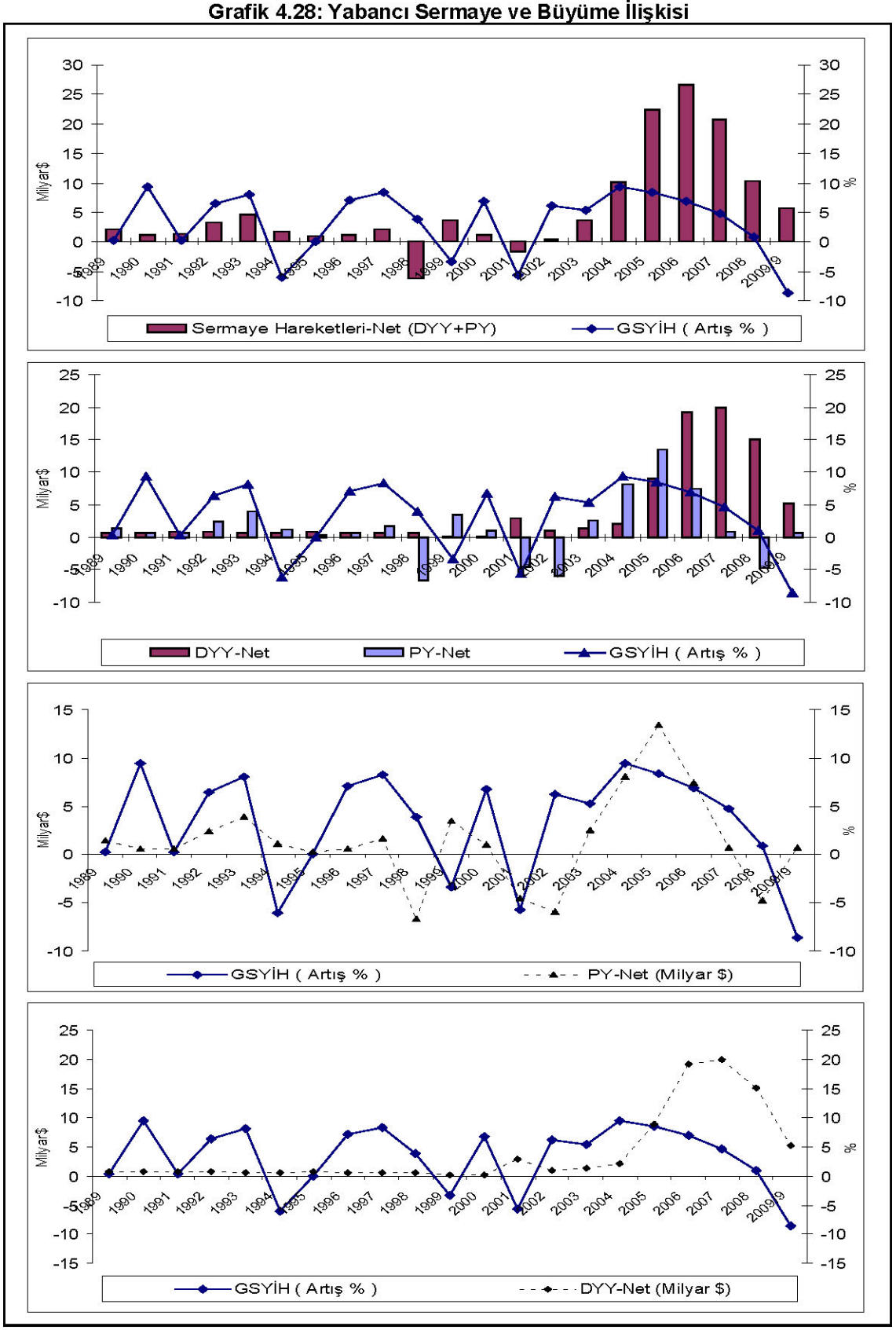


Kaynak: : TCMB, EVDS; erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (24.12.2008).

Büyümenin daraldığı veya negatif değerler aldığı dönemlerde net sermaye girişleri de azalmakta hatta negatif değerler alabilmektedir. Buradan büyümenin sermaye girişlerine veya sermaye girişlerinin büyümeye neden olduğu sonucuna varabilmek mümküm değildir. Ancak büyüme ile sermaye girişleri arasında zayıfta olsa pozitif yönlü bir korelasyondan bahsedilebilir.

Sermaye girişlerinin büyüme ile arasındaki bu tür korelasyonun varlığından tam olarak bahsedilebilmesi için net sermaye hareketlerinin bu tür bir kolerasyonu desteklemesi gerekir. Ancak net sermaye hareketleri ile de büyüme arasında zayıf olan korelasyon nedeniyle net sermaye hareketlerinin türlerine göre büyüme ile ilişkisine bakılması daha anlamlı olabilir. Net sermaye hareketlerinin DYY ve PY türlerine göre büyüme ile ilişkisi izlendiğinde küçük hacimli de olsa net PY'nın büyüme ile ilişkisinin son dönemde net DYY yüksek hacimlere ulaşmış olsa da daha anlamlı olduğunu söylemek mümkündür. Ancak Türkiye için net DYY ile büyüme arasında bir korelasyondan bahsetmek mümkün değildir. Negatif büyüme dönemleri öncesi ve esnasında spekülatif amaçlı yapısı gereği net PY'ı ile büyüme arasındaki pozitif yönlü korelasyon güçlenirken net DYY için bu tür çıkarımda bulunmak güçtür (Grafik 4.28).

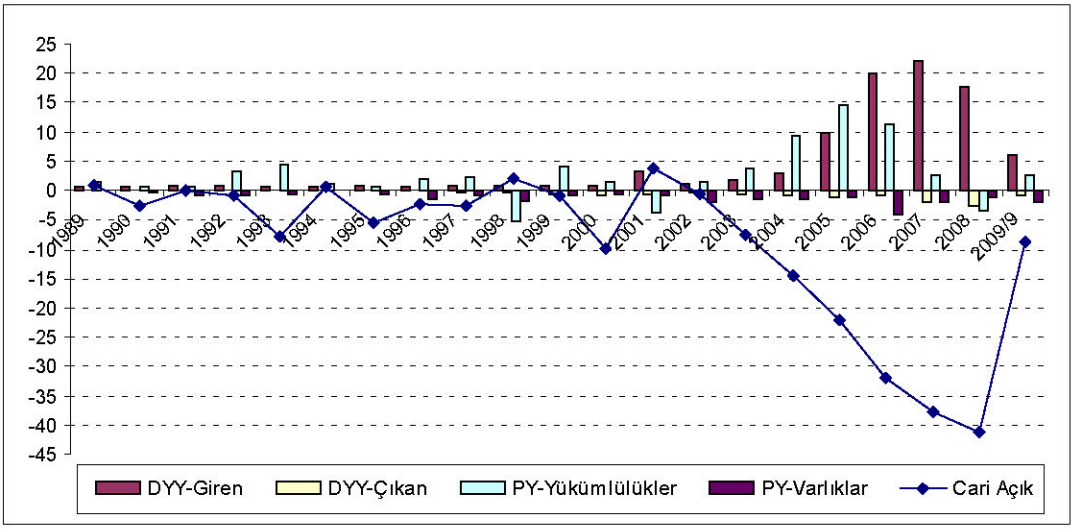
Grafik 4.28: Yabancı Sermaye ve Büyüme İlişkisi



Kaynak: : TCMB, EVDS; erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (24.12.2008).

DYY ve PY'nın varlıklar ve yükümlükler cinsinden giriş ve çıkışları ile cari açığın sermaye hareketleri ile finansman kalitesine bakıldığında son dönemde cari açığın oluşumuna bakılmaksızın PY'daki çıkışlara rağmen daha yüksek hacimli PY ve DYY girişleri ile başarılı olarak finanse edilebildiği söylenebilir (Grafik:4.29). Ancak Türkiye'de dış ticaret açığının oluşumundaki ithalatın ara malları ile tüketim malları ağırlığı ile sermaye girişlerinin oluşumundaki DYY'ların mali aracı kurum faaliyetleri birikim kanalı ağırlığı dikkate alındığında sermaye girişleri ile sağlanan bu tür cari açık finansmanın sürdürülebilirlik açısından henüz yeterli bir kaliteye ulaştığı söylenemez. Diğer taraftan sermaye hareketlerinin ekonomik etkisini hangi amaçlı ve hangi yönlü olduğu bilinen PY ve DYY dışında dış kredi kaynaklı diğer yatırımların olması gereken yatırım amacına yönelik olarak kullanıldığı varsayımı ile firma üretim kapasitesini artırması yönünde bir beklentinin oluşması ve oluşan firma rekabet avantajı sonucu bunun ihracat ile de desteklenir olması gerekmektedir. Ancak Türkiye ekonomisinin dış tasarruflardan uzun yıllardır sermaye hareketleri yoluya sağladığı kaynağı cari açığın finasmanı dışında bu amaçlar doğrultusunda kullanabildiği tartışmalıdır.

Grafik 4.29: Türlerine Göre Yabancı Sermaye Girişi ve Çıkışı ile Cari Açık (Milyar $)



Kaynak: TCMB, EVDS; erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (24.12.2008;27.12.2009).

Türkiye ekonomisinin kronikleşen dış denge sorunun temelini tasarruf yetersizliğinin varlığı oluşturmaktadır. Kriz dönemleri ekonominin daralması veya küresel likidite bolluğunun yarattığı sermaye girişleri ile tek başına cari açığın kapatılabiliyor veya finansmanın sağlanabilir olması kronikleşen dış denge sorununun çözümünde yetersiz kalmaktadır. Yatırımlar için yeterli kaynağı olmayan ve tasaruf üretemeyen bir ekonomi dış kaynağa bağımlı olduğundan sağladığı yabancu sermaye

girişleriyle veya mevcut ve yeni yatırımlar yoluyla ihracata yönelik üretimde sağlaması gereken rekabet avantajını yaratabilir olmalıdır. Ancak Türkiye'de sermaye girişlerindeki ve dış ticaret hacminde yaşanan artışa rağmen dış ticaret açığı ile cari işlemler açığı artmış ancak cari işemler açığı sermaye girişleri ile finanse edilerek sürdürebilmiştir. Sürdürelemediği dönemler ise ekonominin yaşadığı sıkıntılarla beraber varolan yapısal sorunlar ortaya çıkmaktadır.

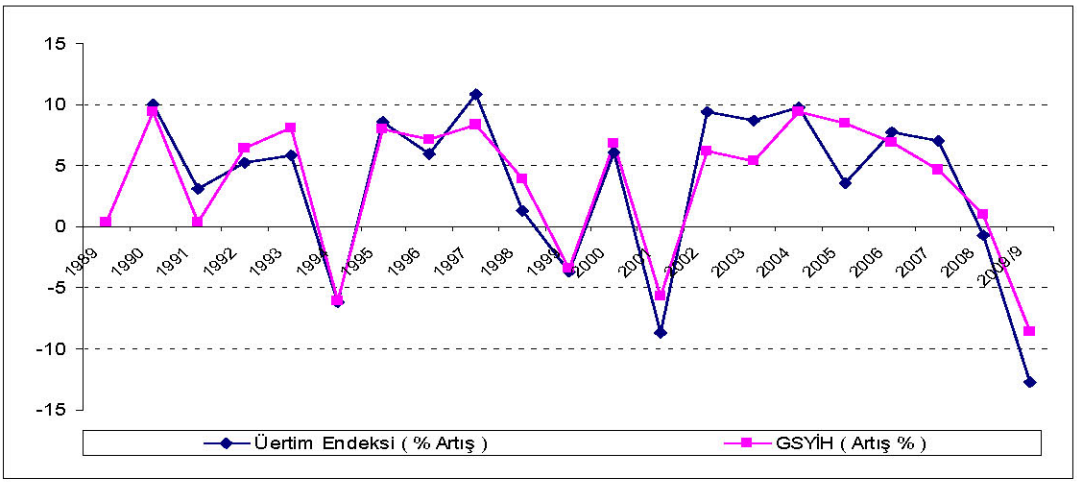
4.4.2.Üretim Temelinde Dış Denge Sorunsalına Yönelik Reel Ekonomik Etkisi

Türkiye ekonomisi imalat sanayinin ihracata yöneldiği dışa açılım sürencinin ekonomik durgunluk ve reformlara ile kesintiye uğramasından sonra 1989-1993 döneminde finansal serbestleşme dönemini yaşamış ve sermaye hareletlerinin serbest olduğu bu dönemde 1994 krizini yaşamıştır. Ardından dış kaynağa dayalı olarak büyüme sürecini 1995-1997 döneminde sürdürmüş, ancak Asya krizinin yayılma etkisi ile bu süreç 1998-1999 yıllarında kesintiye uğramıştır. Türkiye ekonomisi 1999 yılında enflasyonu düşürme programı çerçevesinde alınan ekonomik tedbirlerin olumlu etkisi ile 2000 yılında toparlanabilmişse de sermaye hareketlerinden kaynaklanan 2001 krizini yaşamıştır. 2001 krizi sonrası GEGP adı altına alınan yapısal tedbirler ve enflasyon hedeflemesine ile serbest kur rejimne yönelik uygulanan ekonomi politikaları ile istikrarlı bir döneme girilmiştir. Uygulanan mali disiplin ve sıkı para politikası ile beraber küresel likidite bolluğunun sermaye girişlerindeki olumlu etksi ile 2008 yılına kadar bu istikrarlı dönem sürdürülmüş ancak 2008 yıllında küresel likiditede yaşanan daralma ve küresel finansal krizin dünya ekonomisine etkilerinin Türkiye'ye yansımaları ile ekonomide daralma yaşanmış ve bu daralma 2009 yılında artarak devam etmiştir. Bu son daralma döneminde diğer daralma dönemlerinde farklı olarak Türkiye'ye yönelik sermaye girişleri azalsa da sürmüştür.

Türkiye ekonomisinin bu evrelerinin sanayi üretimine yansımaları benzer özellik göstermektedir. Yani sanayi üretim endeksindeki değişimler GSYİH'da yansımasını bulmaktadır. Ekonominin yakın dönemine ilişkin olarak ortaya konan bu evreleri ile Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbestleştrilmesi sonucu sağlanan yabancı sermaye girişlerinin tasarruf-yatırım etkinliğini ne ölçüde arttırdığı ve sabit sermaye yatırımlarını ne ölçüde genişletebildiği üretime olan yansımaları ile reel sektörde gözlenebilir olmaktadır. Bu çerçevede Türkiye'de büyüme ve daralma

dönemlerinde yaşanan sermaye hareketleri ile sanayi üretim endeksinde yansımasını bulan reel sektör üretiminin artış ve azalışları ilişkiledirilebilir olmaktadır.

Grafik 4.30: GSYİH ve Üretim Artışı (%)



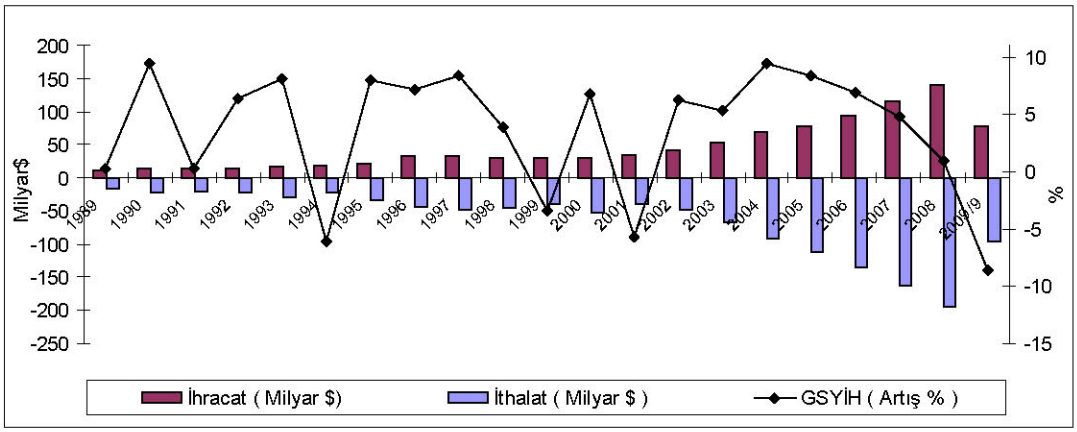
Kaynak: TCMB, EVDS, Erişim: http://www.tcmb.gov.tr (24.12.2008;27.12.2009) ve IMF, **Interntional Financial Statistics**, erişim:http://www.imfstatistics.org/imf/ (27.12.2009).

Sermaye hareketlerinin yatırımları uyaran etkisinin büyümeye olumlu yöndeki katkısının gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşti ise bunun reel üretim yapısında nasıl yansımasını bulduğu bu tür bir yaklaşımla ortaya konabilir olmaktadır. Türkiye ekonomisinin büyüme dönemlerinde cari işlemler açığı ortaya çıkmakta ve yabancı sermaye girişleri ile büyüme artmaktadır (tersi ters). Büyüme dönemlerinde cari açıkların yaşanıyor olması ve sermaye girişlerinin görece yüksek hacimlerde gerçekleşmesi, sermaye hareketlerinin reel ekonomiye yansımalarını anlamlı kılmaktadır. Ancak Türkiye'de sermaye girişleri ile beraber yaşanan cari açık nedeniyle sermaye hareketlerinin reel ekonomiye etkisini dış denge sorununa yönelik olarak değerlendirmek gerekmektedir. Çünkü artan sermaye girişleri ile beraber ithalat ve ihracatta artmakta ancak ithalat artışı ihracat artşından fazla gerçekleştiği için dış ticaret hacmi genişlese de dış ticaret açığı artmakta ve ihracatın ithalatı karşılama oranı düşmektedir. Türkiye ekonomisinde ithalat ve ihracatın bu hali ile sermaye hareketlerine benzer bir davranış kalıbı ile büyüme dönemlerinde dolayısıyla üretim artış dönemlerinde artışlar gösterdiği görülmektedir.

Ekonominin büyüme dönemlerinde ihracatın ara malları ve sermaye malları olarak ithalata bağımlı olması nedeniyle ihracat artışı beraberinde ithalat artışını da getirmektedir. İthalat artışlarının sermaye girişleri ile ortaya çıkması bunu destekler

niteliktedir. Diğer taraftan daralma dönemlerinde ülke parasının değer kazanması üretim maliyetlerinde yaratacağı artış nedeniyle ihracat üzerinde olumlu etki yaratacağı kabul edilse de büyüme için gerekli olan aramalı ve sermaye malı ithalatının pahalı hale gelmesi ile beklenin aksine yatırımlar ve dolayısıyla rekabetçi üretim aksayabilmektedir.

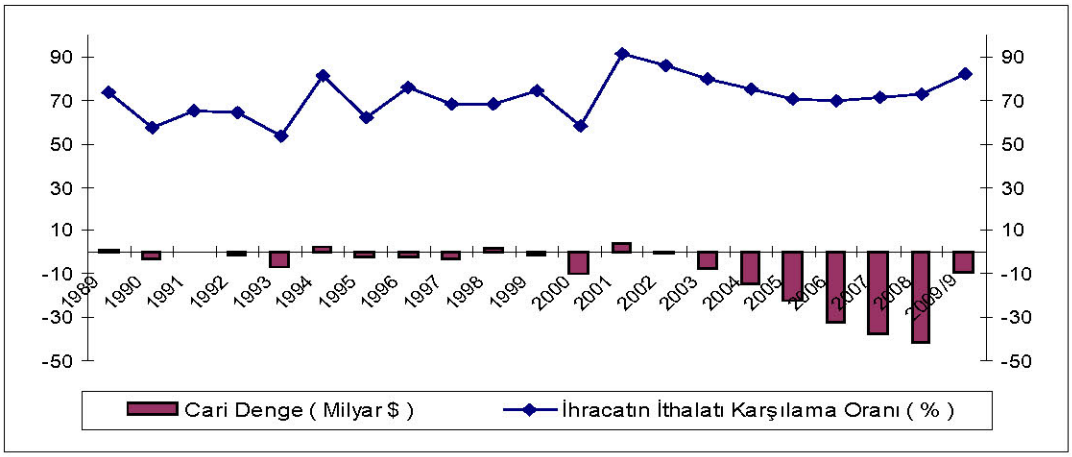
Grafik 4.31: İthalat veİhracat ile GSYİH



Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (24.12.2008;27.12.2009).

Daralma dönemlerinde üretimde yaşanan azalma ara malların ithalatının azalmasına neden olmakta ve ithal malların miktarı azalmakta böylece dış denge açısından cari açık sermaye çıkışlarına rağmen azalan ithalat ile beraber kapanabilmektedir. İhracat da azalmakta ancak daralma dönemlerinde bu defa ihracat mal miktarlarındaki azalma ithalat mal miktarlarındaki azalmadan daha az gerçekleştiğinden ihracatın ihalatı karşılama oranı yükselmektedir (Grafik:4.32).

Grafik 4.32: Cari Denge ve İhracatın İthalatı Karşılama Oranı



Kaynak: TCMB, EVDS, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr (24.12.2008;27.12.2009).

Cari açıkların kapanmasından sonra birkaç yıl içersinde dış ticaret ve cari açığın tekrardan büyümesi ve krizler ardından yaşanan devalüasyonlar sonrası yerli para TL'nin tekrardan değer kazanmaya başlaması ile sonuçlanan benzer süreçlerde reel sektör üretimi açısından dikkate değer nokta daralma sonrası ihracat ve ithalat artışlarının sermaye girişleri ile beraber sürdürülmesi ve buna paralel büyümenin gerçekleşmesidir. Sermaye girişleri ile finanse edilen dış ticaret açığına rağmen oluşan cari açıkta ifadesini bulan yerli parada değerlenme yaşanırken eş zamanlı gerçekeşen ihracat artışının nedenlerini üretici davranış kalpları ile beraber üretim endeksinin dış ticaret ve sermaye hareketleri kalemlerinden ne derece ve ne yönlü etkilendiğinin incelenmesi ile ortaya konabilir. Çünkü dış denge sorununa reel kesim üretiminde teknolojik gelişimin içerilmiş olması veya faktör verimliliği artışı ile kalıcı çözüm bulunabilir.

Sermaye hareketlerinin ve dış ticaretin serbestleştirilmesi ile ihacata dayalı kalkınma stratejisi uygulayan ülkeler açısından yaşanan dış denge sorununun uzun süreli de olsa sermaye girişleri ile çözümü sadece geçici olarak sürdürülebilir olduğundan kalıcı olan gerçekçi cet. par. (ceteris paribus) üretim ve ihracat politikalarının ortaya konabilmesidir. Bu çerçevede çözüme katkısı amacıyla GOÜ örnekleri ile Türkiye için finansal serbestleşme sonrası yaşanan dış denge sorunsalına yönelik olarak sermaye hareketeri ile dış ticaretin reel etkinin ampri analizi bir sonraki bölümde incelenmiştir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

ÜLKE ÖRNEKLERİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN REEL ETKİSİNİN AMPİRİK ANALİZİ

Gerçekte sermaye hareketlerinden beklenen faydanın, cari işlemler açığının finansmanı ve reel üretime kaynak sağlanabilmesi kadar, uzun dönemde kalıcı dış ekonomik dengenin sağlanabilmesi için reel üretim üzerindeki etkisinin analiz edilmesi daha anlamlı olacaktır. Çünkü bir ülkeye giren yabancı sermaye bir taraftan kısa dönemde cari açığın finansman aracı olurken diğer taraftan türüne bağlı olarak dış denge açısından reel üretim üzerinden ihracat ve ithalatın yapısını etkileyerek dolaylı olarak dış ticaret dengesinin oluşmasına neden olmaktadır. Dış denge sorununa yönelik olarak bütünsel bir yaklaşımla sermaye hareketlerinin olası kalıcı ve bir o kadar da yıkıcı reel ekonomik tahribatlara neden olabilecek etkisinin ortaya konabilmesi ve bunun arkasındaki karmaşık dinamik ilişkilere demetinin anlaşılaması son derece önemlidir.

Bu çerevede bu bölümde amaç, öncesi bölümlerde yapılan çalışmalara dayalı olarak sermaye hareketlerinin ülke örneklerinde üretime yönelik olarak reel ekonomik etkisni ölçebilmek için bir dizi ampirik çalışma yaparak dış dengenin sağlanabilmesi için iktisat politikasında kalıcı çözümlerin türetilebilmesine katkıda bulunabilmektir.

5.1.Ülke Örnekleri için Ampirik Analiz

1980'li yılların başında hızlanma başlayan sermaye hareketleri 1980'li yılların sonunda ivme kazanmış ve 1990'lı yıllarda yüksek rakamlara ulaşarak yeniyüzyıla girişle beraber hacmini ve ekonomik etkisini daha da arttırmıştır. Bu süreçte tür değiştirmiş olsa da hacim olarak genişleyen sermaye harekelerinin özellikle gelişme yolundaki ülke ekonomilerine etkileri ve bu ülkelerin sermaye hareketlerinden fayda elde etmek için izledikleri ekonomi politikaları araştırmacıların inceleme alanlarında önemli yer almıştır.

Yükselen piyasalar olarak da nitelendirilen GOÜ, sermaye hesaplarını açmalarıyla beraber ekonomilerini sermaye hareketlerinin etkisine de açmışlardır. Ülke ekonomilerinin sermaye yetersizliğinden kaynaklanan dış tasarruf ihtiyaçları, dış ekonomik dengenin sağlanabilmesini de temel ekonomik sorunlardan biri haline getirmiştir. Sermaye hareketleri dış dengenin sağlanmasına yönelik olarak hem katkıda

bulunmuş hem de en az bir o kadar da yaşanan krizlerin önemli bir nedeni olmuştur. Ancak Sermaye hareketlerinin ekonomik krizlere neden olduğu ve ülke büyümesi üzerine olumlu etki yaptığı sonucuna yönelik çok sayıda çalışma mevcut iken üretime yönelik reel ekonomik etkisinin ampirik analizi konusunda çok fazla çalışma yapılmamıştır.

Sermaye hareketlerinden finansal olanların ekonomik etkileri ile ilgi literatürdeki çalışmaların GOÜ'de yaşanan krizlerde ifadesini bulan etkilerini şu şekilde özetlenmiştir[359]. Finansal yabancı sermaye yatırımları döviz girişi sağlamak ve döviz birikimi ithalata ve para arzındaki artışa bağlı olarak tüketim ve yatırım harcamalarını artırmakta ve tasarruflar azalmaktadır. Tüketim ve yatırım harcamalarındaki artış milli geliri arttırmaktadır. Ancak ülkeye giren sermayenin hızının yavaşlaması veya durması ile ithalattaki artışa bağlı olarak ülke cari işlemler açığı ile karşı karşıya kalmaktadır. Finansal liberalleşme süreci yukarıda özetlenen etkiler sonucu genellikle büyük bir finansal kriz ve buna bağlı olarak ortaya çıkan ekonomik krizler ile neticelenmiştir. Sermaye hareketlerinin etkilerinin inceleyen öne çıkan çalışmalarda ülke ekonomilerinin olumsuz etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır[360]. Sermaye hareketlerinin bu genel olumsuz ekonomik etkileri dışında döviz kuru ve faiz oranı gibi ekonomik göstergeler ile ilişkisini ele alan ve sermaye hareketlerinin ekonomik istikrarsızlığa neden olduğunu ortaya koyan çalışmalar yapılmıştır[361].

Bunların dışında sermaye hareketlerinin etkilerini sermaye hareketlerinin türlerine göre ayırarak yapılan çalışmalar da olmuştur. DYY'ın PY'a göre ülke ekonomisi üzerinde olumlu etkilerinin olduğu yönünde sonuçlar elde edilmiştir. Buna göre DYY'ın ihracata dayalı sanayileşme stratejisi izleyen ülkelerin büyümesine PY'a oranla daha fazla etki yaptığı sonucuna ulaşılmıştır[362]. Ayrıca DYY'ın PY'a oranla

---

[359] G. A . Calvo, L. Leiderman ve C. M. Reinhart, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 10, No.2, 1996, s.127-129.

[360] Ahmad Z. Baharumshah ve M.A. Thanoon, "Foreign Capital Flows and Economic Growth in East Asian Countries", **China Economic Review**, Vol.17, 2006, ss.70-83. Ahmet İnsel ve Nesrin Sungur, "Sermaye Akımlarının Temel Makro Ekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri" Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni, No.8, 2003. F. Eduardo Arias ve R. Hausmann, "Is Foreign Direct Investment a Safer Form of Financing?", **Emerging Market Review**, Vol.2, 2001, s.35-48. D. Rodrik ve A. Velasco. a.g.e., 1999, s.73. ve J.E. Stiglitz, a.g.e., 2000, ss.1075-1086.

[361] Sebastian Edwards, "Real and Monetary Determinants of Real Exchange Rate Behavior: Theory and Evidence From Developing Countries", **Journal of Economic Development**, 29, 1988, ss.311-342. E. Yeldan, E. Balkan ve F.G. Biçer, "Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy", **Working Paper, International METU Conference on Economics IV**, 2002. ve Kaya, a.g.e., 1998, s.19.

[362] E. Borensztein, J. De Gregorio ve J-W. Lee, "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth", **Journal of International Economics**, Vol. 45, 1998, ss. 115-135.

sermaye birikimi ve ekonomik büyüme üzerinde daha fazla etki yaptığı 50'den fazla ülke üzerinde yapılmış olan analizler ile ortaya konmuştur[363]. Diğer taraftan DYY'ın ithalat ve ihracat dolayısıyla dış ticaret ile ilişkisini araştıran alternatif çalışmalar da yapılmıştır. Genellikle GÜ için yapılan bu çalışmalardan DYY'ı doğrudan ihracat ile ilişkilendirenleri başlangıçta DYY'ın ihracatı ikame ettiğini ortaya koyarken daha sonrakiler DYY'ın ihracat ile tamamlayıcılık ilişkisini ortaya çıkarmıştır. Ancak daha sonraları bu ilişki ürün gruplarına göre farklılık göstermiştir[364]. DYY'ın ithalat ile ilişkisini inceleyen çalışmalar ise genel olarak DYY'ın ithalatı tamamlayıcılık yönündeki bulgular ile sonuçlanmıştır[365].

Ancak son otuz yılda sermaye hareketlerinde ve dış ticaretteki gelişmelerle beraber dünya ekonomisinde hızla büyüyen az sayıda GOÜ üretimi ve sanayileşmesiyle önemli sayılabilecek ilerlemeler kaydederek kabul gören yeni literatür ifadesi ile yükselen veya yeni sanayileşen ülkeler arasına girebilmiştir. Bu ülkeler arasında benzer ekonomik yapı ve sorunlar içerisinde dikkat çekenleri Güneydoğu Asya bölgesi ve Latin Amerika kıtasından G. Kore ve Brezilya ekonomileri olmuştur. Bu ülkelerin yanısıra dünya yatırım pastasından önemli pay alan ve uluslararası ticarete son dönemde damgasını vuran Çin ekonomisinin büyüme ve sanayileşme konusuda gösterdiği performans tüm otoritelerin dikkatini çekmekte ve araştırma konusu olmaktadır. Bu dönemde Türkiye de kalkınma amacıyla yaptığı atılımlar ve yapısal düzenlemeler ile dikkat çeken ekonomiler arasına olmuştur. Bu ülkeler arasında dış denge sorunsalına yönelik farklılıklar büyüme hızları ile üretim, ihracat ve ithalat atış hızları ve sermayenin türlerine göre giriş ve çıkışları konusunda öne çıkmaktadır. Sermaye girişleri ile finanse edilen cari açık ve oluşan bu cari açıkta ifadesini bulan ülke parasının değerlenmesi ile eş zamanlı gerçekeşen ihracat artışının nedenleri, üretici davranış kalpları ile beraber, üretim edeksini dolayısı ile reel ekonomiyi etkilemektedir. Bu nedenle üretim endeksinin dış ticaret ve sermaye hareketleri kalemlerinden ne derece ve ne yönde etkilendiği önem kazanmaktadır. Çünkü teknolojik gelişimin içerilmiş olması veya faktör verimliliği artışı ile sağlanabilecek reel kesim üretiminde ihracata yönelik artış sonucu oluşan dış tasarruf ceteris paribus dış denge sorunsalına kalıcı çözüm sağlayabilir.

---

[363] Assaf Razin, "FDI Contribution to Capital Flows and Investment in Capacity", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper, 2002, No: 9204.

[364] Bruce A. Blonigen, "In Search of Substitution Between Foreigen Production and Export", **Journal of International Economics**, Vol.53, 2001, ss.81-104.

[365] Swenson, a.g.e., 2004, ss.609-629.

Bu çerçevede önceki bölümlerde ekonominin serbestleşme sonrası bir bütün olarak yapılan analizler ülke örneklerinde sermaye hareketlerinin dış denge sorunsalına yönelik üretim temelinde reel ekonomik etkisinin ortaya konabilmesi açısından anlamlıdır. Ayrıca üretim üzerinde sermaye giriş ve çıkılarının etkisi kadar bu dönemde oluşan dış ticaret hacmi genişlemesi ile ithalat ve özellikle de ihracatın sermaye girişlerinden beklenen faydanın elde edilebilirliğinin ülke örneklerinde değerlendirilmesi gerekmektedir.

5.1.1. Veri ve Metedoloji

Ülke örneklerine ilişkin analizde kullanılan veriler IMF International Financial Statistics veri tabanından elde edilmiş ve Ek'te verilmiştir. Ele alınan örneklem 1989–2008 yıllarını kapsamaktadır. Böyle bir başlangıç zamanın tercih nedeni Türkiye'de ve benzer olarak birçok yükselen piyasada sermaye hareketlerine yönelik deregülasyonların tamamlanmış olmasıdır. 2009 yılı başında sona erdirilmesinin nedeni ise çalışmanın bütünüğü açısından ülke örneklerinde yıllık veriler ile çalışılması zorunluluğu ve 2009 yılının yıllık verilerinin örneklem için henüz yayınanmammış olmasıdır. Ayrıca böyle bir veri setinin finansal enstrümanlardaki gelişmelere paralel olarak 2006 sonrası dünyada yaşanan gelişmeler ile 2008 yılının son döneminden itibaren ortaya çıkan ve etkisini halen sürdüren dünya finansal krizinin reel ekonomiye etkisi de kısmen izenebilecektir.

Örneklemde Brazilya, G.Kore, Çin ve Türkiye yer almaktadır. Brezilya, G. Kore ve Çin'in sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sürecine aynı dönemde başlamaları, GOÜ'e yönelik sermayeden aldıkları payın yüksek hacimlerde olması ve ihracata dayalı kalkınma modelini benimsemiş olmaları bu örneklemin oluşturulmasında başlıca önemli etkenler olmuştur. Diğer GOÜ içerisinden özellikle Doğu Avrupa ve örnekleme dahil edilebilir olsalarda özellikle incelenen dönemde bu ülelerin geçiş aşamalarını kapsadığından dahil edilmemiştir. Diğer taraftan verilerin kalitesi ve yeterliliği sorunu da bu örneklemde karar kılınmasına neden oluştur.

Ekonomi literatüründe birçok makroekonomik değişken arasındaki varolan etkileşimler oluşturulan yapısal modeller ile açıklanmaya çalışılmaktadır. Sermaye hareketlerinin dış denge sorunsalına yönelik olarak reel ekonomik etkisinin nedenlerini belirlemek amacı ile regresyon modeli oluşturularak bulgular ortaya konmuştur.

Ele alınana model En Küçük Kareler (EKK-OLS) yöntemi ile test edilmiştir. Burada uluslararası bir karşılaştırma yaparken analiz edilecek ilişkinin karmaşıklığı göz önünde bulundurulduğu zaman ele alınan metodoloji tercihinde de benzer bir karmaşıklıktan kaçınılmıştır. EKK yöntemi yerine daha karmaşık kendi içinde oturmamış bir metodun tercihi sonuçları daha yorumlanamaz bir hale getireceğinden literatürde en çok kullanılan ve bilinen EKK yöntemi tercih edilmiştir.

Verileri modele koymadan önce zaman serilerinde genellikle bulunan birim kök problemi üzerinde durmak gerekmektedir. Böylece serilerin duran olup olmadığı araştırılmış olacaktır. Aksi taktirde EKK yönteminin varsayımlarından biri ihmal edilmiş olacak ve yalancı regresyon olgusuyla karşılaşılacaktır. Ortalama ve varyanslarının zaman içindeki değişimi değişkenlerin durağan olamamasına yol açtığından analiz sonuçlarının yorumlanmasında yanıltıcı olabilmektedir. Bu nedenle birim kökten arındırma yöntemi olarak literatürde en çok kullanılan Augmented Dickey Fuller–ADF birim kök istatistiği kullanılmıştır. ADF test sonuçlarının verildiği tablolarda parantez içlerinde gecikme değerleri sunulmuştur. Gecikmeler Akaike Information kriterine göre belirlenmiştir.

5.1.2.Model

Sermaye hareketlerinin dış dengeye yönelik ekonomik etkisi dış denge sorunsalının varlığına da neden olduğundan modelde ele alınan bağımsız değişken seçiminde sermaye hesabının DYY (FDI: modeldeki simgesi) ve PY (PI: modeldeki simgesi) değişkenleri (giren ve çıkan olarak ayrı ayrı) ile dış dengeye doğrudan etki eden dış ticaretin ithalat (M) ve ihracat (X) kalemleri dahil edilmiştir.

Ayrıca tıpkı çekirdek enflasyonun hesaplanmasında normal dışında kalan bazı belirleyicilerin (outlier) dışarıda bırakılması gibi GSYİH birçok faktörden etkilenerek dalgalanmaktadır. Yabancı sermaye hareketlerinin ülkeler üzerindeki kalıcı etkisini analiz ederken bu dalgalanmalara daha az açık ve ülkenin üretim kapasitesi temsil yeteneği daha fazla olan bir bağımlı değişken arayışı kaçınılmaz ve daha gerçekçi olmuştur. Sonuç olarak sanayi üretim endeksinin (PRD) bu amaca en iyi hizmet eden değişkenin olduğu sonucuna varılmıştır. Akla gelebilecek bir başka soru da neden PRD'nin daha da özel hali olan özel imalat sanayi endeksinin alınmadığıdır. Özel imalat sanayi endeksi devlet eliyle yapılan üretimin endekse yansımasını göstermediğinden özellikle yükselen piyasalara yönelik olarak PRD daha fazla önem arz etmektedir.

Bütün bu sonuçlar göz önünde bulundurularak modelde, sermaye hareketlerinin neden olabileceği dış denge sorunsalına yönelik olarak reel ekonomik etkisi çerçevesinde değişkenlerin kullanılmasına çalışılmış ve aşağıdaki model ele alınan her bir ülke için ayrı ayrı test edilmiştir. Analizde ele alınan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin IFS' deki standart tanımı ise Tablo:5.1'de verilmiştir.

$$PRD = \alpha_0 + \beta_1 X + \beta_2 M + \beta_3 FDI_C + \beta_4 FDI_g + \beta_5 PI_c + \beta_6 PI_g + U \quad (51)$$

Tablo 5.1: Değişkenlerin IFS Tanımlaması ve Modeldeki Simgeleri

IFS-Seriescode	Açıklama	Modeldeki Simgesi
22366 CZF (Brazil) 92466 XZF (China-Mainland) 54266 CZF (Korea) 18666 BZF (Turkey)	Industrial Production (Sanayi Üretimi)	**PRD**
		C
22378AADZF (Brazil) 92478AADZF (China-Mainland) 54278AADZF (Korea) 18678AADZF (Turkey)	Goods Exports F.O:B: (İhracat)	**X**
22378ABDZF (Brazil) 92478ABDZF (China-Mainland) 54278ABDZF (Korea) 18678ABDZF (Turkey)	Goods Imports F.O.B. (İthalat)	**M**
22378BDDZF (Brazil) 92478BDDZF (China-Mainland) 54278BDDZF (Korea) 18678BDDZF (Turkey)	Direct Investment-Abroad (DYY-çıkan)	**FDI_C**
22378BEDZF (Brazil) 92478BEDZF (China-Mainland) 54278BEDZF (Korea) 18678BEDZF (Turkey)	Direct Investment-N.I.E. (DYY-giren)	**FDI_g**
22378BFDZF (Brazil) 92478BFDZF (China-Mainland) 54278BFDZF (Korea) 18678BFDZF (Turkey)	Portfolio Investment-Assets (PY-çıkan)	**PI_c**
22378BGDZF (Brazil) 92478BGDZF (China-Mainland) 54278BGDZF (Korea) 18678BGDZF (Turkey)	Portfolio Investment-N.I.E. (PY-giren)	**PI_g**

Kaynak: IMF, International Financial Statistics Table.

Model klasik doğrusal regresyon modelleri varsayımları olan bozucu değişkenin rastlantısallığı ve sıfır ortalama, değişmeyen varyans ile bozucu değişkenin normalliğine uymaktadır. Bunun gösterimi amacıyla her bir ülke için test edilen model ile elde edilen OLS sonuçları tablosunun sonunda R^2, Durbin Watson ve modelin bir bütün olarak istatiksel tutarlılığını göstermesi açısından F değerleri diğer değerler ile birlikte verilmiştir.

5.1.3.Regresyon Analizi

Brezilya için ADF istatistikleri Tablo 5.2 'de verilmiştir. Tabloda görüldüğü gibi veriler ikinci farkta birim kökten arınmaktadır. Modelde ele alınan değişkenler içerisinde bağımlı değişken üzerinde etkili olan tek değişken PI_c'dır. Bu ilişkinin işareti ise negatiftir.

Tablo 5.2: ADF İstatistikleri – Brezilya

Değişken Adı	Düzey	"1" Fark	"2" Fark
PRD	1,676 (1)	-3,945*** (1)	-4,002*** (0)
X	5,812*** (1)	-0,955 (1)	-4,692*** (1)
M	0,429 (0)	-0,341 (0)	-3,991*** (0)
FDI_C	4,166*** (0)	0,634 (1)	-30,184*** (0)
FDI_g	-0,680 (0)	-2,992* (0)	-6,650*** (0)
PI_C	-3,581* (0)	-5,276*** (0)	-4,351*** (2)
PI_g	-2,687 (0)	-6,284*** (0)	-11,177*** (0)

* %10 Düzeyinde Kritik Değer: -2,673, ** %5 Düzeyinde Kritik Değer: -3,665, ***%1 Düzeyinde Kritik Değer: -3,920

Tablo 5.3: OLS Sonuçları – Brezilya

Bağımlı Değişken		PRD	
Örneklem		1989-2008	
Yöntem		OLS – Least Squares	
C		0.872432 [0,983740] (0.811394)	
X		-4.48E-05 [0.000108] (-0.147644)	
M		-0.000089 [0.000166] (-0.812365)	
FDI_C		-0.000172 [0.000468] (-0.367148)	
FDI_g		-0.019409 [0.047536] (-0.408294)	
PI_C		-0.023342 [0.000808] (-2.410012) **	
PI_g		-6.14E-05 [4,49E-05] (-1.238005)	
R-squared	0.610723	R-squared	0.610723
Adjusted R-squared	0.376374	Adjusted R-squared	0.376374
S.E. of regression	3.700081	S.E. of regression	3.700081
Sum squared resid	152.8713	Sum squared resid	152.8713
Log likelihood	-44.87280	Log likelihood	-44.87280
Durbin-Watson stat	2.645330	Durbin-Watson stat	2.645330

Not 1: [ ] içindeki değerler standart hataları, ( ) içindeki değerler "t" istatistikleri göstermektedir.
Not 2: * %10, ** %5 , *** %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Çin için ADF istatistikleri Tablo 5.4'de verilmiştir. Tabloda görüldüğü gibi veriler ikinci farkta birim kökten arınmaktadır. Modelde ele alınan değişkenler içerisinde bağımlı değişken üzerinde etkili olan değişkenler X, M ve FDI_g 'dir. Bağımlı değişken ile X ve M arasındaki ilişkinin işareti pozitif FDI_g ile ise negatiftir.

Tablo 5.4: ADF İstatistikleri – Çin

Değişken Adı	Düzey	"1" Fark	"2" Fark
PRD	-8,567*** (1)	-13,923*** (3)	-16,884*** (0)
X	10,174 (3)	0,012 (1)	-3,926*** (1)
M	2,401 (2)	3,548* (3)	-7,363*** (0)
FDI_C	-1,837 (0)	-2,675 (0)	-5,701*** (0)
FDI_g	-3,692** (0)	-1,012 (0)	-5,207*** (0)
PI_C	0,657 (2)	-2,546 (1)	-4,002*** (1)
PI_g	6,285 (0)	3,894 (0)	-7,918*** (3)

* %10 Düzeyinde Kritik Değer: -2,673, ** %5 Düzeyinde Kritik Değer: -3,665, ***%1 Düzeyinde Kritik Değer: -3,920

Tablo 5.5: OLS Sonuçları – Çin

Bağımlı Değişken		PRD	
Örneklem		1989-2008	
Yöntem		OLS – Least Squares	
C		-4.836560 [6.678593] (-0.773156)	
X		0.001599 [0.000194] (2.659235) **	
M		0.000856 [0.000485] (2.985001) **	
FDI_C		-0.000019 [0.000685] (-0.023917)	
FDI_g		-0.002298 [0.000534] (-2.840174) **	
PI_C		0.000301 [0.000355] (0.707356)	
PI_g		-0.000967 [0.003840] (-0.877365)	
R-squared	0.531387	R-squared	0.531387
Adjusted R-squared	0.14738	Adjusted R-squared	0.14738
S.E. of regression	15.22040	S.E. of regression	15.22040
Sum squared resid	1954.990	Sum squared resid	1954.990
Log likelihood	-57.4741	Log likelihood	-57.4741
Durbin-Watson stat	2.395774	Durbin-Watson stat	2.395774

Not 1: [ ] içindeki değerler standart hataları, ( ) içindeki değerler "t" istatistikleri göstermektedir.
Not 2: * %10, ** %5 , *** %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

G.Kore için ADF istatistikleri Tablo 5.6'da verilmiştir. Tabloda görüldüğü gibi veriler ikinci farkta birim kökten arınmaktadır. Modelde ele alınan değişkenler içerisinde bağımlı değişken üzerinde etkili olan değişkenler X, M, FDI_g ve PI_g 'dır. FDI_g ile olan ilişkinin işareti pozitif iken X, M, ve PI_g ile olan ilişkilerin işareti ise negatiftir.

Tablo 5.6: ADF İstatistikleri – G.Kore

Değişken Adı	Düzey	"1" Fark	"2" Fark
PRD	1,844 (0)	-3,980*** (0)	-4,419*** (2)
X	-2,509 (0)	-2,445 (0)	-5,283*** (0)
M	1,873 (1)	-3,128* (1)	-6,945*** (1)
FDI_C	2,991 (1)	-1,226 (0)	-5,908*** (0)
FDI_g	-2,885 (0)	-1,634 (3)	-7,004*** (3)
PI_C	-5,789*** (0)	-1,993 (0)	-4,746*** (0)
PI_g	-2,765 (0)	-1,739 (0)	-7,694*** (0)

* %10 Düzeyinde Kritik Değer: -2,673, ** %5 Düzeyinde Kritik Değer: -3,665, ***%1 Düzeyinde Kritik Değer: -3,920

Tablo 5.7: OLS Sonuçları – G.Kore

Bağımlı Değişken		PRD	
Örneklem		1989-2008	
Yöntem		OLS – Least Squares	
C		0.3402448 [0.219384] (0.882937)	
X		-0.000184 [5.33E-05] (-3.500013) ***	
M		-0.000490 [3.82E-05] (-9.992301) ***	
FDI_C		-0.001672 [0.000351] (-1.447380)*	
FDI_g		0.000882 [0.000201] (4.059346) ***	
PI_C		5.24E-05 [0.000133] (0.480546)	
PI_g		-8.60E-05 [4.26E-05] (-3.054673) ***	
R-squared	0.979910	R-squared	0.979910
Adjusted R-squared	0.949835	Adjusted R-squared	0.949835
S.E. of regression	1.810087	S.E. of regression	1.810087
Sum squared resid	35.78019	Sum squared resid	35.78019
Log likelihood	-32.45632	Log likelihood	-32.45632
Durbin-Watson stat	1.859011	Durbin-Watson stat	1.859011

Not 1: [ ] içindeki değerler standart hataları, ( ) içindeki değerler "t" istatistikleri göstermektedir.
Not 2: * %10, ** %5 , *** %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Türkiye için ADF istatistikleri Tablo 5.8'da verilmiştir. Tabloda görüldüğü gibi Türkiye içinde veriler ikinci farkta birim kökten arınmaktadır. Modelde ele alınan değişkenler içerisinde bağımlı değişken üzerinde etkili olan değişkenler FDI_g'dır. Ancak FDI_g ile olan ilişkinin işareti ise negatiftir.

Tablo 5.8: ADF İstatistikleri - Türkiye

Değişken Adı	Düzey	"1" Fark	"2" Fark
PRD	-2,455 (3)	-3,548* (0)	-3,902** (0)
X	5,932 (0)	-0,493 (0)	-4,978*** (0)
M	3,673 (1)	-2,447 (1)	-7,810*** (0)
FDI_C	-1,847 (0)	-3,867** (0)	-3,235** (2)
FDI_g	1,119 (3)	2,892 (0)	-4,165*** (3)
PI_C	0,413 (3)	-5,466*** (2)	-8,330*** (2)
PI_g	-2,695* (0)	-4,893*** (0)	-5,832*** (0)

* %10 Düzeyinde Kritik Değer: -2,673, ** %5 Düzeyinde Kritik Değer: -3,665, ***%1 Düzeyinde Kritik Değer: -3,920

Tablo 5.9: OLS Sonuçları – Türkiye

Bağımlı Değişken		PRD	
Örneklem		1989-2008	
Yöntem		OLS – Least Squares	
C		-1.296342 [6,837927] (-0.122265)	
X		-0.000172 [0.000468] (-0.367148)	
M		-0.000117 [0.000978] (-0.168955)	
FDI_C		-0.045751 [0.038950] (-0.408294)	
FDI_g		-0.013085 [0.002875] (-1.900123) *	
PI_C		0.0106754 [0.0123980] (1.136565)	
PI_g		-0.000230 [0.001002] (-0.180701)	
R-squared	0.880012	R-squared	0.880012
Adjusted R-squared	0.658592	Adjusted R-squared	0.658592
S.E. of regression	23.612389	S.E. of regression	23.612389
Sum squared resid	731.442	Sum squared resid	731.442
Log likelihood	-73.72891	Log likelihood	-73.72891
Durbin-Watson stat	2.456545	Durbin-Watson stat	2.456545

Not 1: [ ] içindeki değerler standart hataları, ( ) içindeki değerler "t" istatistikleri göstermektedir.
Not 2: * %10, ** %5 , *** %1 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

5.1.4.Sonuçların Değerlendirilmesi

Sermaye hareketlernin reel ekonomik etkisinin dış denge sorunsalı çerçevesinde ele alındığı model ile örneklem her bir ülke için bağımlı değişken olan üretim endeksi (PRD) üzerindeki ihracat (X), ithalat (M), PY gire-çıkan (PI_g - PI_c) ve DYY gire-çıkan (FDI_g, FDI_c) bağımsız değişkenlerin ekisi analiz edilmiştir.

Ekonomik olarak sermaye hareketlerinden elde edilebilecek faydanın sağlanabilmesi açısından sermaye hareketleri türlerinden PY ve DYY ile üretim endeksi arasında anlamlı bir ilişki kurulabilmesi beklenir. Ayrıca PY ve DYY girişlerinin üretim endeksi ile pozitif çıkışlarının ise negatif yönlü olması bu ilişkinin yönlü hakkında beklenen bir sonuçtur. Aynı zamanda X'in üretim endeksini açıklaması ve ilişkinin aynı yönün olması ekonomik olarak anlamlıdır. M'nin de üretim endeksini açıklaması anlamlıdır. Ancak ilişkinin yönü ekonomik olarak farklı yorumlanabilir. İlişkinin yönü pozitif ise yani ceterus paribas ithalat artışı üretim endeksinde artışa neden oluyorsa dış denge açısından ithalatın kompozisyonu ile ihracatın hacmi ve yönüne bakılmalıdır.

Brezilya için modelde ele alınan değişkenler içerisinde bağımlı değişken PRD üzerinde etkili olan tek değişken PI_c olmuştur. Ancak ilişki ters yönlüdür. X, M, FDI_g, FDI_c ve PI_g bağımsız değişkenlerinin PRD bağımlı değişken üzerine etkisi ortaya çıkmamıştır. Yani Brezilya için incelenen dönemde sadece çıkan portföy yatırımlarının üretim endeksi üzerinde negatif yönlü etkisi olmuş diğer beş bağımsız değişkenin ise üretim endeksi üzerine etkisi olmadığı ortaya çıkmıştır.

Çin için modelde ele alınan değişkenler içerisinde bağımlı değişken üzerinde etkili olan değişkenler X, M ve FDI_g olmuştur. Bağımlı değişken ile X ve M arasındaki ilişki aynı yönlü FDI_g ile ise ters yönlüdür. FDI_c, PI_g ve PI_c bağımsız değişkenlerinin PRD bağımlı üzerine etkisi ortaya çıkmamıştır. Yani dış ticaret bağımsız değişkenleri X ve M artış veya azalışlar üretim endeksini aynı yönde artış ve azalış olarak etkilemiştir. Ancak en çok sermaye girişi çeken Çin'de sermaye girişlerini temsilen giren doğrudan yabancı yatırımların üretim endeksi üzerinde negatif yönlü etkisi olmuş diğer bağımsız değişkenlerin ise üretim endeksi üzerine etkisi olmadığı ortaya çıkmıştır.

G.Kore için modelde ele alınan değişkenler içerisinde bağımlı değişken üzerinde etkili olan değişkenler X, M, FDI_g ve PI_g olmuştur. Ancak bağımlı değişken üretim endeksinin FDI_g ile olan ilişki aynı yönlü iken X, M, ve PI_g bağımlı değişkenleri ile

ters yönlü olmuştur. G.Kore ekonomisinde FDI_c ve PI_c bağımsız değişkenlerinin PRD bağımlı değişkeni üzerine etkisi ortaya çıkmamıştır. Türkiye için ise modelde ele alınan değişkenler içerisinde bağımlı değişken üzerinde etkili olan tek değişkenler FDI_g olmuştur. Ancak üretim endeksinin FDI_g ile olan ilişkisi ters yölüdür. nin işareti ise negatiftir. Türkiye ekonomisinde analiz edilen dönemde diğer beş bağımsız değişken X, M, PI_c, PI_g ve FDI_c'nin bağımlı değişken üretim endeksi üzerine etkisi olmadığı ortaya çıkmıştır.

Özetle İhracat, İthalat, Portföy Yatırımları giren-çıkan ile Doğrudan Yabancı Yatırmlar giren-çıkan açıklayıcı değişkenler olarak modelde yer almasına karşın bağımlı değişken üretim endeksinin açıklanmasında örneklem her bir ülke için beklentilerin çoğunun aksine farklı türde ve anlamlılıkta ilişki göstermiştir.

Türkiye için yapılan regresyon analizinde sermaye hareketleri literatüründeki beklentilerin aksine PRD bağımlı değikenine FDI_g etkisinin negatif olması Türkiye için çözüm önerileri üretilebilmesi açısından bu etkinin boyutlarının analiz edilmesini gerektirmiştir. Bu nedenle Tablo:4.3'de verilen iktisadi faaliyet kollarınına göre DYY'ın alt sektöre yöneliminin ele alınmasının anlamlı olacağı değerlendirilmiştir. Tabloda DYY'ın başta mali aracı kurum faaliyetleri olmak üzere haberleşme, toptan ve perakende faaliyetleri hizmet alt seköründe belirgin olarak yoğulaşması dışında dikkati çeken belirgin bir durum görülmemektedir. Ancak mali aracı kurum faaliyetlerinin ne derece üretim üzerinde olumlu etkisinin olabileceği süphelidir. Bu noktada her ne kadar istatistiki anlamlılık içermesede DYY arttıkça mali aracı kurum faaliyetleri alt sektörüne girişlerin de artması ancak buna karşın regresyon analizinde DYY'ın üretim üzerine negaif yönlü etkisinin çıkması dikkate değerdir.

Regresyon sonucu ile beraber yukarıdaki değerlendirme göz önünde bulundurulduğunda ele alınan dönem içinde yabancıların Türkiye'de yaptığı DYY'ın finans alanında yoğunlaşmasının etkileri açıkça görülmeltedir. Genel beklentinin aksine Türiye'ye giren sermaye hareketlerinin yoğunlaştığı yatırım alanlarının finansal sektör olması nedeniye üretim üzerinde doğrudan bir etki görülmemektedir. Literatürde doğrudan etki yanında verimlilik artışı gibi dolaylı etkilerinin varlığı tartışılmaktadır. Bu etkinin işleyişinde öne çıkan önemli faktörlerin başında ise knowhow ve rekabet artışı gelmektedir. Fakat bu tarz bir etkinin imalat sanayi üzerinde kendini gösterebilmesi için yatırımların finasal sektör üzerinde değil imalat sanayi üzerinde gerçekleşmesi gerekmektedir. Ancak Türkiye'de sermaye hareketlerinin üretim üzerinde olumlu bir

etkisi görülmemektedir. Aksine EKK sonuçlarında giren DYY'ın olumsuz ekisi görülmektedir.

Tüm tabloya bakarak sermaye hareketlerinin G.Kore'de olduğu gibi amacına uygun gerçekçi iktisat politikalarının aracı olarak kullanıldığı örnekler dışında genel anlamda bir ülkeyi kalkındırma amacı taşımamakta o ülkenin üretiminden pay alma amacı taşımaktadır. Ancak belirtmek gerekir ki yeterli veri setinin oluşup uygun istatistik yöntemlerin geliştirilmesi ile ileride sermaye hareketlerinin alt sektör ve ürün bazında verimlilik kanalı ile yarattığı etkinin analizi mümkün olabilecektir.

SONUÇ

Sermaye hareketleri hacminin dünyada günden güne artmasını sağlayan ana etken ekonominin küreselleşmesi olmuştur. Küreselleşme sürecinde sermaye hareketlerinin hacmi zaman zaman nitelik değiştirerek artışını sürdürmüştür. Ekonominin küreselleşmesi sürecinin teknolojik gelişmeler ve sermaye hareketleri sonrasında hızlandığı da bir gerçektir. Özellikle iletişim teknolojisindeki gelişmeler, sermaye hareketleri ve türevi ürünlerin görülmemiş hacimlere ulaşması ve hızlanmasına yol açmıştır.

Dış ticaret ile finansal piyasaların serbestleştirilmesi dünya piyasalarında başta sermaye olmak üzere faktör dolaşımına hız kazandırmıştır. Ekonominin küreselleşmesi ve yaratılan finansal türev ürünler neticesinde dünyada giderek artan sermaye yeni yatırım alanları aranmaya başlanmış ve sermayenin daha büyük pazarlara giriş ihtiyacı artmıştır.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte hacminin ve hızının artması ikili bir yapı ortaya çıkarmıştır. Bu ikili yapının ilk ayağı, mal ve hizmet akımı şeklinde cereyan eden reel piyasalar; ikinci ayağı ise spekülatif hareketleri de içinde barındıran finansal piyasalardır. Gerçekte finansal piyasaların oluşumları, reel piyasaların desteklenmesi amacına hizmet etmektedir. Reel piyasaların finansman ihtiyaçlarını giderme veya reel piyasaların gelecekle ilgili risklerini ortadan kaldırmayı amaçlayan finansal piyasalar ekonominin ayrılmaz bir parçasıdır. Finansal piyasalar bu temel işlevini yerine getirmekle beraber reel piyasalar ile birbirinin tamamlayan özelliğinden gittikçe uzaklaşmış ve bir yanda mal ve hizmet ticareti genişleyerek artarken diğer yanda da spekülasyonlar yaygın bir hal almıştır. Uzun vadeli kalıcı yatırımlara dönüşmeyen sermaye hareketlerinin ülke piyasalarına giriş ve çıkışları ülke ve bölge ekonomilerinde finansal dalgalanmalara neden olmuş ve küresel ölçekli ekonomik krizleri meydana getirmiştir.

Yatırımlar, gelir ve istihdamı arttıran temel harcamalardır ve yatırımların ana kaynağı sermaye, sermayenin ana kaynağı ise tasarruflardır. Tasarruflar düşük olursa yatırımlar azalır, dolayısıyla ekonomik büyüme devam ettirilemez. Herhangi bir nedenle bir ülkede tasarruf açığı varsa, dış borçlanmaya gidilerek toplam yurtiçi tasarruflara ilave bir kaynak yaratılması ile yurtiçi olanaklardan daha fazla yatırım yapılabilir. Artan yatırımlar milli geliri arttırır ve sonuçta gelir arttıkça tasarruflar da artar ve zaman içinde

dış borçlanmaya gereksinim kalmaksızın ekonomik büyüme sağlanarak sürdürülebilir. Ancak iç tasarruf yetersizliğine karşın yatırımların arttırılabilmesi için dış borçlanmaya giderek yatırımların gerçekleştirilmesi sınırsız bir seçenek değildir. Bir süre sonra kredi olarak sağlanan dış kaynağın anapara ve faizi ile birlikte geri ödenmesi gerekmektedir. Dış kaynak bulabilmek bir ülkenin geri ödeme gücü ile sınırlıdır ve bu kapasite de ülkenin ödemeler bilançosuna başka bir deyişle ülkenin döviz gelirleri ve döviz giderlerine bağlıdır. İç tasarruf yetersizliğine karşın yatırımları arttırmanın bir diğer yolu da yabancı sermaye yatırımlarıdır. Yabancı sermaye yatırımları kaynak kullanımına yönelik olarak ülke kaynaklarının dışında yatırım imkanı sağlamıştır. Ancak sermaye hareketlerinin neden olduğu yabancı sermaye yatırımlarının reel ekonomik kazanımlarının tümünün gerçekleşmesi söz konusu olamamıştır. Sermaye hareketlerinin küreselleşme sürecinin dinamiklerinden etkilenerek değişen niteliği onun kanal ve eğilimlerine de yansımıştır.

Yabancı sermaye lehine görüşlerin temel argümanları ekonomik açıdan milli gelir ve üretimin arttırılması için milli gelirden yatırımlara ayrılan payların büyüklüğü ile kalkınmanın sağlanabileceğidir. Yabancı sermaye aleyhindeki ekonomik tartışmalar ise yabancı yatırımcıların ithalat eğiliminin yerli yatırımcılardan daha yüksek olduğu, bu yüzden ülkelerin ödemeler dengesini olumsuz etkilediği yönündedir. Yabancı yatırımların, teknolojik üstünlüğe dayanarak piyasa paylarını yerli yatırımcılar aleyhine artırdıkları, kendi lehlerine bir tüketici kesimi oluşturdukları ve ülke ekonomisi ile uyumlu bir gelişme gösterip bütünleşme yerine ikili yapının oluşmasına neden olduğudur.

Ekonomik dinamikleri ortaya koyacak analitik bir kuramın olmaması nedeniyle bir ülkelerin ekonomik büyüme performansını belirleyen etkenlerin neler olduğu sorusunun kolay bir yanıtı bulunmamaktadır. Ancak makroekonomik istikrar sağlayan politikalar büyüme için yeterli değildir. Ülke deneyimleri ekonomik büyümeyi sürdürmenin başlatmaktan daha zor olduğunu göstermektedir. Çin ekonomisi sermaye hareketlerini kabul etmesine rağmen sürdürülebilir büyümesini dış denge sorunu yaşamadan sürdürebilmiştir. Diğer Asya ülkelerinden G. Kore korumacı bir dış ticaret politikası izlemiş ve belirli sanayileri desteklerken kredileri aracını kullanmış Latin Amerike ülkesi Brezilya ise ithal ikameci politikalar da başarılı olabilmiştir. Aynı amaç için farklı yöntemlerin yerel ve bölgesel koşullara uygun olarak kullanılması başarılı sonuçlar ortaya çıkarabilmektedir. Ancak G.Kore ve Brezilya dış soklar nedeniyle

sürdürülebilir büyüme performansı gösterememiş ve dış denge sorunu ile karşı karşıya kalmışlardır.

Türkiye için kamu açıklarının, yüksek reel faiz ve enflasyon sürecinin yarattığı çok kısa dönemli büyüme ve daralma dönemleri Türkiye için uzun dönemli büyüme stratejisi geliştirmeyi anlamsız kılmış ve kısa vadeli istikrar programları üzerinde yoğunlaşmayı gerektirmiştir. Ancak devletin ekonomideki payının büyüklüğünden ziyade devletin hangi tür sektörlerde yoğunlaştığı ve ne tür müdahaleler yaptığı önemlidir. Uzun dönem teknoloji yaratacak yeniliklerden ziyade var olan teknolojinin adaptasyonu daha rasyonel olarak değerlendirilmiştir. Türkiye gibi dış denge sorunu içinde bulunan ülke için kalıcı ve sürdürülebilir büyüme yüksek hacimli sermaye girişlerinin belirlenen bir faktör birikimili üretime yönlendirilme stratejisi ile ortaya çıkan sektörlerin belirlenmesi ile sağlanabilir. Böylece cari açık ve dış denge sorununa neden olmadan dış tasarruflar ile kapanabilir bir tasarruf açığı söz konusu olabilir.

Sermaye hareketlerinin neden olduğu sermaye yatırımları ülke kalkınması için gerekli olan dış kaynağın sağlanmasının yanı sıra kısa dönemde ödemeler dengesi açıklarının finansman aracı olmuştur. Uzun dönemde üretim ve ihracat artışı ile cari dengenin oluşumuna katkı sağlaması sermaye hareketlerinden beklenen bir olgudur. Ancak sermaye hareketleri ihracattaki artışla beraber yatırımın ithal eğilimi nedeniyle cari açığın artmasına neden olabilmektedir. Oluşan cari açığın kapatılması daha fazla sermaye girişinin sağlanması kısır döngüsünü oluşturmaktadır. Sonuç olarak sermaye hareketlerinin ile gerçekleştirilen yatırımların dış denge sorununa neden olmadan ülke ekonomisine katkı sağlayabilmesi için ihracata yönelik olarak ülke kaynakları ile katma değer yaratan üretim artışının sağlanması gerekmektedir.

EKLER

Örneklem Regresyon Analizinde Kullanılan Ülke Verileri

BREZİLYA							
	PRD	X	M	FDI_c	FDI_g	PI_c	PI_g
1989	77,752	34375,000	-18263,000	-523,000	1131,000	-30,000	-391,000
1990	70,917	31408,000	-20661,000	-665,000	989,000	-67,000	579,000
1991	68,943	31619,000	-21041,000	-1014,000	1103,000	0,000	3808,000
1992	66,134	35793,000	-20554,000	-137,000	2061,000	0,000	7366,000
1993	71,343	39630,000	-25301,000	-491,000	1292,000	-606,000	12928,000
1994	76,838	44102,000	-33241,000	-1037,000	3072,000	-3052,000	47784,000
1995	78,238	46506,000	-49663,000	-1384,000	4859,000	-936,000	10171,000
1996	79,218	47851,000	-53304,000	467,000	11200,000	-257,000	21089,000
1997	82,628	53189,000	-59841,000	-1042,000	19650,000	-335,000	10393,000
1998	80,920	51136,000	-57739,000	-2721,000	31913,000	-594,000	19013,000
1999	80,437	48011,000	-49272,000	-1690,000	28576,000	258,000	3542,000
2000	85,714	55085,600	-55783,300	-2281,590	32779,200	-1695,720	8650,780
2001	87,083	58222,600	-55572,200	2257,590	22457,400	-795,131	872,125
2002	89,453	60361,800	-47240,500	-2482,110	16590,200	-321,141	-4797,430
2003	89,453	73084,100	-48290,200	-249,300	10143,500	178,767	5128,760
2004	96,681	96475,200	-62809,000	-9470,790	18165,700	-754,567	-3995,570
2005	100,000	118308,000	-73605,500	-2516,700	15066,300	-1770,790	6655,330
2006	102,854	137807,000	-91349,600	-28202,500	18782,200	522,628	9050,610
2007	108,945	160649,000	-120621,000	-7066,660	34584,900	286,072	48104,300
2008	112,095	197942,000	-173107,000	-20457,100	45058,200	1900,050	-766,922

ÇİN							
	PRD	X	M	FDI_c	FDI_g	PI_c	PI_g
1989	n.a.	43220,000	-48840,000	-780,000	3393,000	-320,000	140,000
1990	n.a.	51519,000	-42354,000	-830,000	3487,000	-241,000	0,000
1991	0,000	58919,000	-50176,000	-913,000	4366,000	-330,000	565,000
1992	21,158	69568,000	-64385,000	-4000,000	11156,000	-450,000	393,000
1993	n.a.	75659,000	-86313,000	-4400,000	27515,000	-597,000	3646,000
1994	21,404	102561,000	-95271,000	-2000,000	33787,000	-380,000	3923,000
1995	16,092	128110,000	-110060,000	-2000,000	35849,200	79,000	710,400
1996	15,083	151077,000	-131542,000	-2114,000	40180,000	-628,000	2372,000
1997	13,200	182670,000	-136448,000	-2563,000	44237,000	-899,000	7842,000
1998	9,600	183529,000	-136915,000	-2634,000	43751,000	-3830,000	98,000
1999	9,775	194716,000	-158734,000	-1775,000	38753,000	-10535,000	-699,000
2000	11,200	249131,000	-214657,000	-916,000	38399,300	-11307,500	7316,740
2001	9,900	266075,000	-232058,000	-6884,000	44241,000	-20654,000	1249,000
2002	12,708	325651,000	-281484,000	-2518,410	49308,000	-12094,500	1752,020
2003	16,675	438270,000	-393618,000	152,275	47076,700	2983,120	8443,640
2004	16,250	593393,000	-534410,000	-1805,050	54936,500	6486,440	13203,400
2005	15,900	762484,000	-628295,000	-11305,700	79126,700	-26156,900	21224,100
2006	15,392	969682,000	-751936,000	-21160,000	78094,700	-110419,000	42861,200
2007	n.a.	1220000,000	-904618,000	-16994,900	138413,000	-2324,020	20996,000
2008	n.a.	1434600,000	-1073920,000	-53471,000	147791,000	32749,900	9910,130

G.KORE							
	PRD	X	M	FDI_c	FDI_g	PI_c	PI_g
1989	29,279	61832,000	-57486,700	-597,800	1117,800	-708,700	-2,100
1990	31,797	63659,700	-66121,000	-1051,600	788,500	-499,700	661,500
1991	34,803	70546,400	-77450,000	-1488,600	1179,800	197,800	2905,800
1992	36,880	76209,500	-78116,500	-1161,500	728,300	76,000	5874,500
1993	38,503	82097,800	-79947,700	-1340,000	588,100	-985,800	11087,800
1994	42,781	94982,500	-97999,700	-2461,100	809,000	-2480,800	8713,100
1995	47,900	124934,000	-129298,000	-3552,000	1775,800	-2907,300	14619,300
1996	52,000	130038,000	-145115,000	-4585,300	2325,400	-6412,600	21514,400
1997	54,500	138731,000	-141986,000	-4404,000	2844,200	1075,900	13308,100
1998	51,100	132251,000	-90586,200	-4739,500	5412,300	-1998,900	774,800
1999	63,600	145375,000	-116912,000	-4197,800	9333,400	1282,000	7907,900
2000	74,300	176221,000	-159267,000	-4998,900	9283,400	-520,300	12697,000
2001	74,700	151478,000	-137990,000	-2420,100	3527,700	-5521,000	12227,300
2002	80,700	163414,000	-148637,000	-2616,500	2392,300	-5031,600	5378,000
2003	85,200	197289,000	-175337,000	-3425,500	3525,500	-4390,000	22690,200
2004	94,000	257710,000	-220141,000	-4650,400	9246,200	-9918,200	18374,800
2005	100,000	288971,000	-256288,000	-4290,900	6308,500	-14136,000	14113,500
2006	108,400	331842,000	-303937,000	-8126,800	3586,400	-28005,400	8055,900
2007	115,900	379045,000	-350877,000	-15620,400	1784,400	-56436,100	30378,300
2008	119,400	433427,000	-427433,000	-12795,000	2200,300	23088,700	-38456,200

TURKİYE							
	PRD	X	M	FDI_c	FDI_g	PI_c	PI_g
1989	51,897	11780,000	-15891,000	0,000	663,000	-59,000	1445,000
1990	57,088	13026,000	-22453,000	16,000	684,000	-134,000	681,000
1991	58,856	13667,000	-20947,000	-27,000	810,000	-91,000	714,000
1992	61,927	14891,000	-22942,000	-65,000	844,000	-754,000	3165,000
1993	65,543	15611,000	-29655,000	-14,000	636,000	-563,000	4480,000
1994	61,447	18390,000	-22524,000	-49,000	608,000	35,000	1123,000
1995	66,691	21975,000	-35089,000	-113,000	885,000	-466,000	703,000
1996	70,640	32067,000	-42331,000	-110,000	722,000	-1380,000	1950,000
1997	78,291	32110,000	-47158,000	-251,000	805,000	-710,000	2344,000
1998	79,309	30741,000	-44779,000	-367,000	940,000	-1622,000	-5089,000
1999	76,401	29031,000	-38802,000	-645,000	783,000	-759,000	4188,000
2000	81,036	30825,000	-52882,000	-870,000	982,000	-593,000	1615,000
2001	73,992	34729,000	-38092,000	-498,000	3352,000	-788,000	-3727,000
2002	80,958	40719,000	-47109,000	-176,000	1133,000	-2096,000	1503,000
2003	88,020	52394,000	-65883,000	-499,000	1751,000	-1386,000	3851,000
2004	96,589	68535,000	-91271,000	-780,000	2785,000	-1388,000	9411,000
2005	100,000	78365,000	-111353,000	-1064,000	10031,000	-1233,000	14670,000
2006	107,728	93611,000	-134552,000	-924,000	19989,000	-4029,000	11402,000
2007	115,257	115356,000	-162025,000	-2106,000	22195,000	-2063,000	2780,000
2008	114,371	140999,000	-193843,000	-2549,000	17963,000	-1276,000	-3770,000

Kaynak: IMF, **International Financial Statistics** (IFS), erişim:http://www.imf.org/external/data.htm(17.11.2008;23.12.2009);http://www.imfstatistics.org/imf/;http://www.imfbookstore.org/ProdDetails.asp?ID=IFEOL;http://www.imfbookstore.org/Shoppingcart.asp?action=View(23.12.2009).

KAYNAKÇA

Abuşoğlu, Ömer. Döviz Kuru Politikası ve İhracat Üzerine Etkisi, 1980–1988 Dönemi, **TOBB Yayınları**, Ankara, 1990.

Adda, Jacques. **Ekonominin Küreselleşmesi**, Çev. Sevgi İneci, İletişim Yayınları, İstanbul, 2002.

Afşar, Muharrem. **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Üzerine Etkisi**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2004.

Agenor, R.R. ve C.S. McDermort, E. M. Üçer, "Fiscal Imbalances, Capital Inflows and The Real Exchange Rate Case of Turkey", **IMF Working Papers**, Jaunuary 1997.

Akdiş, Muhammed. **Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye**, http://www.ceterisparibus.net/dunya/kuresellesme.html (07.10.2008).

Akdiş, Muhammed. **Global Finans Sistem: Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Yayınları, İstanbul, 2000.

Akdiş, Muhammed. "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar", http://makdis.pamukkale.edu.tr/Mak21.htm (23.01.2008).

Akdiş, Muhammet. "Cari Açıkların Sürdürülebilirliği Sorunu ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler", **Tasam Stratejik Öngörü Dergisi**, Sayı:8, 2007.

Akdiş, Muhammed. **Para Teorisi ve Politikası**, Beta Yayınları, 2001.

Akerlof, George A. "The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism", **Journal of Economics**, 1970.

Akyüz, Yılmaz. "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme: Latin Amerika Deyimi", **Mülkiyeliler Dergisi**, Ankara, Mart 1994.

Akyüz, Yılmaz. "Dünya Ekonomisinin Kriz Yılları", **İktisat İşletme ve Finans**, Vol.6, Sayı:61, 1991.

Akyüz, Yılmaz. "On Fianacial Deepening and Efficiency", **UNCTAD**, No:43, 1992.

Akyüz, Yılmaz. "Financial Policies in Developing Countries: Issues and Experience", **UNCTAD Disscussion Paper,** No: 40, August., 1991.

Aliber, Z. Robert. "A theory of foreign direct investment", in Johan H. Dunning, (ed.), The Theory of Transnational Corporations, 1993, **UNLTNC**, Vol:1, Roudletge, London and New York, 1993.

Alkin, Erdoğan. "Yabancı Sermaye Hakkında Görüşler" , **YASED**, No:3, İstanbul, 1982.

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

Altuğ, Nuray. **İstikrar Politikaları ve Ülke Örnekleri**, Genişletilmiş 2. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2001.

Amin, Samir. **Çevresel Kapitalizmin Toplumsal Biçimleri Üzerine Deneme**, Çev. Ahmet Kotil, Arba Yayınları, İstanbul, 1991.

Amiti, Mary ve Freund Caroline, "An Anatomy of China's Export", **International Monetary Fund** (IMF), 2007, http://www.imf.org (15.11.2008).

Arıkan, Zeynep ve Hatice Yurtsever, "Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesine İlişkin Bir Öneri: Tobin Vergisi " **Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı:189, Haziran 2004.

Arias, F. Eduardo ve Peter J. Montiel. "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries Prospects and Policy Response", **Word Bank Policy Research Working Paper**, No:1473, 1995.

Arias, F. Eduardo ve Peter J. Montiel, "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview", **The World Bank Economic Review**, Vol.10, No:1, January 1996.

Arias, F. Eduardo ve R. Hausmann. "Is Foreign Direct Investment a Safer Form of Financing?", **Emerging Market Review**, Vol.2, 2001.

Arif, Muhamed ve Ahmed M. Khalid, **Liberalization and Growth in Asia**, Edward Elgar Publishing Inc., UK, 2005.

Arrieta, George G. "Interes Rates, Savings, and Growth in LDCs: An Assessment of Recent Empirical Research", **World Development**,1988.

Aslan, Nurdan. "Kalkınmakta Olan Ülkelerde Sermaye Akımları", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Aralık 1995.

Asomedya, Ankara Sanayi Odası (ASO), Sayı: Ocak 2002. http://www.aso.org.tr/html/TUR/asomedya/ocak2002-ft.html (05 01 2008).

Asomedya, Ankara Sanayi Odası (ASO), Sayı: Mart 2001. http://www.aso.org.tr/html/TUR/asomedya/mart2001-ft.html (07 03 2008)

Asomedya, Küreselleşme, **Ankara Sanayi Odası Yayını**, Nisan 1999.

Asomedya, "Türkiye'de Bankacılık ve Finans Krizleri", Ankara Sanayi Odası (ASO), Mart 2001.

Atatürk, Mustafa Kemal. **Söylev ve Demeçler**, Cilt:2, Türk İnkılap Tarihi Enstitüsü, Ankara, 1959.

Axford, Barrie. **The Global System: Economics, Politics and Culture**, St. Martin Pres, New York, 1995.

Aydın, Selda. "Asya Krizi ve Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi", **Maliye Dergi**, Sayı:133, 2000.

Bagchi-Sen, Sharmistha. "Foreign investment: Direct", In Smelser, N. J. ve Baltes, P. B. (eds) **International Encyclopedia of the Social and Behavioral Sciences**, Elsevier, Amsterdam, 2001.

Baharumshah, Z. Ahmad. ve M. A. Thanoon. "Foreign Capital Flows and Economic Growth in East Asian Countries", **China Economic Review**, Vol.17, 2006.

Balkan, Erol. ve Erinç Yeldan, Peripheral Development Under Financial Liberalization: The Turkish Experience, http://www.hamilton.edu/academics/Econ/workpop/01_01.pdf (09 Mart 2008)

Batmaz, Nihat ve Halil Tunca. **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye** (1923–2003), Beta Basım, İstanbul 2005.

Bazar, H. "Hatıralar, Meşrutiyetten Cumhuriyete Kadar", **Barış Dünyası**, 1996.

Berberoğlu, C. Necat. **Makro Ekonomi Teorisi** Makro Ekonomik Analiz, Birlik Yayınları, Eskişehir, 1994.

Bergsten, C. Fred. **America in the World Economy:** A Strategy for the 1990s, Washington DC: International Economics, 1988.

Berksoy, Taner ve Burak Saltoğlu. Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, **İstanbul Ticaret Odası**, 1998.

Berry, J. L. ve E. C. Conkling, D. M. Ray. **The Global Economy in Transition**, Prentice Hall, Second Edition, New Jersey, 1997.

Blaine, M.J. "De Ja Vu All Over Again Explaining Mexico's 1994 Finanacial Crisis", Blackwell Publishers, 1998.

Blonigen, Bruce A. "In Search of Substitution Between Foreigen Production and Export", **Journal of International Economics**, Vol.53, 2001.

Boratav, "Korkut. 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, Ağustos 2001", ss.1-5. http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_agu01 (09 Mart 2007).

Borensztein, E. ve J. De Gregorio. J-W. Lee, "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth", **Journal of International Economics**, Vol. 45, 1998.

Boughton, James M. "The Origins of The Fleming Model", **IMF Working Paper**, 2002.

Bozer, Ali. "Türkiye'de Yabancı Sermayeli Firmalar, Sorunları Gelişme Perspektifleri-I", Ali Tarhan (Ed.), Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye, **TCMB**, Ankara, 2001, http:/tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/ kitap2monu.html

Bozkurt, Veysel. "Küreselleşme: Kavram, Gelişim ve Yaklaşımlar", http://www.stradigma.com/index.php?sayfa=makale_liste (15.03.2008).

Buckley, P. ve M. Casson. **The Future of the Multinational Enterprise**, McMillan, London, 1976.

Büyükdeniz, Adnan. **Türkiye' de Faiz Politikaları,** Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları, 1991.

Calderon, Cesar ve A. Chong, N. Loayza. "Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries", **World Bank Policy Research Working Paper**, No:2398, 2000. http://wdsbeta.worldbank.org (17.11.2008).

Calvo, A. Guillermo ve E. G. Mendoza. "Mexico's Balance of Payment Crisis: A Chronicle of A Death Foretold", **Journal of Intenational Econoics**, Vol:41, 1996.

Calvo, A. Guillermo ve L. Leiderman, C. M. Reinhart. "Capital Inflows and the Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", **International Monetary Fund Staff Papers**, Vol:40., 1993.

Calvo, A. Guillermo ve L. Leiderman, C. M. Reinhart. "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 10, No.2, 1996

Candemir, Akyan. Türkiye'de Doğrudan Yatımları Etkileyen Faktörler, **YASED**, No:53, 2006.

Celasun, Oya. "1994 Currency Crises in Turkey", **IMF Working Paper**, No:1990, http://www.wordbank.org/html/dec/publications/Workpapers/WPS1900 series/wps1913.pdf (08.02.2009).

Chacholiades, Multiades. **International Economics**, Mc Graw Hill Publishing Company, Singapore, 1990.

Chai, C.H. ve C. Roy Kartik. **Economic Reform in China and India**, Edward Elgar Publishing Inc., UK, 2006.

Chang, Ha-Joon. **Kicking Away the Ladder**–Development Strategy in Historical Perspctive, Anthem Pres, Ch.2, Londra, 2002.

Chang, Ha-Joon ve Ilene Grabel. **Kalkınma Yeniden**: Alternatif İktisat Politikaları Elkitabı, Çev: Emre Özçelik, İmge Kitabevi, Ankara, 2005.

Cho, Y.J. ve D.R. Kahatkate. "Lessons of Financial Liberalization in Asia: A Comparative Study", **World Bank Discussion Paper**, No.50, 1989.

Clark, C. M. A. **Naturalism in Economic Theory: The Use of State of Nature Explanations in the History of Economic Thought**, içinden, 1991, s.192. (der.) W. J. Barber, Perspectives on the History of Economic Thought, Cilt 6, London: Edward Elgar.

Cline, William R. " Trade, Finance and the Global Recession", **Peterson Institute for International Economics**, 2009.

Crotty, James. " Rethinking Marxian Investment Theoriy: Keynes-Minsky Instability, CompetitiveRejime Shifts and Coerced Investment.", **Review of Radical Political Economics**, 25, 1993.

Çağlar, Ünal. **Döviz Kurları Uuslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, Alfa Yayınları, Ekim, 2003.

Çağlar, Keyder. **Dünya Ekonomisi İçinde Türkiye** (1923-1929), Yurt Yayınları, Ankara, 1982.

Davidson, Paul. **Money and The Real World**, The McMillan, London, 1972.

De Mello, R. Luiz. "Foreign Direct Investment in Developing Countries and Growth: A Selective Survey", **Journal of Development Studies**, No:34(1).

De Mello, ve R. Luiz Khaled, A. Hussein, "International Caital Mobility in Developing Countries", **Journal of International Money and Finance**, Vol. 18.

Delice, Güven. "Asya ve Latin Amerika'da Yaşanan Finansal Krizler: Geçmişi ve Bugünü", **C.Ü. İİBF Dergisi**, 1999.

Delice, Güven. "Finansal Krizler: Teori ve Tarihsel Perspektif", **Ege Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:20.

Demircan, Hayrettin. "Dünya'da ve Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Stratejileri", **T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı**, Araştırma ve İnceleme Dizisi, No.35, Ankara, 2003.

Devlet Planlama Teşkilatı. "Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı", **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyon Raporu**, Ankara, 2000.

Dış Ticaret Mevzuatı, http://www.mevzuat.net.demo/kambiyo.aspx (28.11.2008)

Dış Ticaret Mevzuatı, http://www.mevzuat.net.demo/kambiyo/kanun1537.aspx (28.11.2008)

Dış Ticaret Müsteşarlığı, "Doğu Asya Krizi", **DTM** Ekonomik Araştırmalar Dairesi, Dış Ticaret Dergisi Özel Sayı, Mart 1998.

Dicken, Peter. **Global Shift: Transforming the World Economy**, Third Edition, Paul Chapman, New York, Third Edition, 1998.

Doğu, Murat. **Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye**, SPK, No:27.

Dornbusch, Rudiger. **Exchange Rates and Inflation**, The MIT Press, Cambridge, 1998.

Dornbusch, Rudiger. "Expectations and Exchange Rate Dynamics", **Journal of Political Economy**, Universitey of Chicago Pres, Vol.84, 1976, http://www.idas.repec.org/a/bla/ausecp/V27y1988i0p61-88.htm (17.11.2007)

Dornbush, Rudiger. "Brazil's Incomplete Stabilization", **NBER** Project on Exchange Rate Crisis in Emerging Market Countries, Session on Brazil, April, 2000.

Dornbush, Rudiger ve Stanley Fischer. **Makroekonomi**, çev. Salih Ak ve Mahir Fisunoğlu, Akademi Yayınları, 1998.

Dornbush, Rudiger and Alejandro Reynoso. "Financial Factors in Economic Deelopment", **American Economic Review**, Vol:79, No.2, 1989, http\ftp.itam.mx/pub/academico/inves/reynoso/02-04 pdf (23.11.2008).

DPT, Doğrudan **Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, VII inci Beş Yıllık Kalkınma Planı, DPT Yayını, Ankara, 2000.

Dunning, John H. and J. Cantwell and M. Carley. "America in the World Economy: A Strategy fort he 1990s", Washington, 1986.

Dunning, John H. **Explaining International Production**, Unwin Hyman, London, 1988.

Dunning, John H. **Multinational Enterprises and the Global Economy**, Addison-Wesley, New York, 1993.

Dunning, John H. "The Eclectic (OLI) paradigm of international production: past, present and future", **International Journal of the Economics of Business**, Vol:8, 2001.

Dunning, John H. "The Eclectic Paradigm of International Production: A personal Perspective", içinde **The Nature of The Transnatinal Firm**, Derleyen. C. N. Pitelis ve R. Sugden, New York, 1991.

Economist Intelligence, Country Report, 2007, s.32. http://www.eiu.com (17.09.2008)

Edwards, Sebastian. "Real and Monetary Determinants of Real Exchange Rate Behavior: Theory and Evidence From Developing Countries", **Journal of Economic Development**, 29, 1988.

Ees, H. Van ve H. Garretsen. "Financial Markets and the Complementarity of Asymmetric Information and Fundamental Uncertainty", **Journal of Post Keynesian Economies**, Vol.16, No:1, 1993.

Ees, H. Van ve H. Garretsen. "The Right Answers to The WrongQuestion? An Assessment of The Microfoundations Debate", **De Economist** 138, Springer Netherlands, 1983, http://ideas.repec.org/a/bla/germec/v5y2004i2p119-138.html (23 03 2008).

Eğilmez, Mahfi. **Küresel Finansal Kriz:** Piyasa Sisteminin Eleştirisi, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2008.

Eğilmez, Mahfi ve Ercan Kumcu. **Ekonomi Politikası; Teori ve Türkiye Uygulaması**, Remzi Kitabevi, 11.Baskı, Mayıs 2007.

Eğilmez, Mahfi. "Kasım 2000 Krizi Üzerine", http:/www.ntvmsnbc.com/news/62234.asp

Eichengreen, Barry. "Tobin Tax: What We Have Learned?", **The Tobin Tax**, Oxford University Pres.

Eichholt, Piet ve Kees Koedijk, Mark Schweitzer. "Global Property Investment and the Coast of International Diversification", **Journal of International Money and Finance**, Vol:20, 2001.

Ekinci, Nazım. "Kriz ve Para Politikası Üzerine", **Görüş**, Sayı:15 Dünden Bügüne Özet, Mayıs, 2001.

Enders, Walter. **Applied Econometric Time Series**, 2nd Edition, John Wiley and Sons Incorporation, USA, 2004.

Ercan, Fuat. **Modernizm, Kapitalizm ve Az Gelişmişlik**, Saral Yayınevi, 1998.

Ercan, Fuat. **Para ve Kapitalizm**, Ceylan Yayıncılık, İstanbul, 1997.

Eroğlu, Ömer ve Mesut Albeni. **Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye**, Bilim Kitabevi Yayınları, Isparta, 2002.

Ertuna, Özer. **Türkiye Ekonomisinin Kayıp Yılları**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2005.

Ertürk, Emin. **Döviz Ekonomisi**, Der Yayınları, İstanbul, 1994.

Esen, Oğuz. "Gelişmekte Olan Ülkelerde Portföy Yatırımlarının Etkileri", **Ekonomide Durum**, TÜRK-İŞ Araştırma Merkezi, 1997.

Esen, Oğuz. "Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım", **İşletme ve Finans**, Nisan 1998.

Eser, Kadir. "1994 Finans Krizi ve Finans Kesiminde Reform Arayışları", **İşletme ve Finans**, Sayı:11, 1995.

Evans, O. ve A. Leone, M. Gill, P. Hilbers. "Macroprudential Indicators of Financial System Soundness", International Monetary Fund **Occasional Paper**, 2000.

Fishcer, Bernard ve Hermut Reisen. Towards Capital Account Convertibility, **OECD Policy Brief**, No:4, 1992.

Flam, Harry ve M. June Flanders. **Introduction: Heckscher-Ohlin Trade Theory**, MIT Press, Cambridge, 1991.

Fleming, Marcus. "Domestic Financial Policies Under Fix and Under Floating Exchange ates", **IMF Staff Paper**, No:9, 1962.

Floyd, E. John. "Portfilo Equilibrrium and The Theory of Capital Movements in International Mobility and Movement of Capital", **National Bureau of Economic Research**, New York, New York, 1972.

Fry, Maxwell J ve Stijn Claessens, Peter Burrindge, Marie-Christine Blanchet. "Foreign Direct Investment, Other Capital Flows and Current Account Deficits", **Word Bank Policy Research Working Paper**, No:1527, 1995, htpp://wdswordbank.org (07.09. 2008).

Gartner, Manfred. **MacroEconomics**, Prentice Hall, 2003.

Ghandi, Ved P. "Supply Side Tax Policy: Its Relevance to Developing Countries", **Washington, D.C.: International Monetary Fund - IMF**, 1987.

Ghate, B. Parabhu. "Interaction Between the Formal and Informal Financial Sectors: The Asian Experience", **World Development**, Vol.20, No.6, 1992.

Gokce, Deniz. "Dün Rusya, bugün Brezilya!", 21.10.2008. http://www.sgb.gov.tr/esad/Kaynaklar/Gazete%20Makaleleri/Para%20Banka%20ve%20Mali%20Piyasalar/2008/Ekim%2008/deniz%20g%C3%B6k%C3%A7e%2021.10.2008.doc(30.12.2009).

Grabel, Ilene. "Fast Money, Noisy Growth: A Noise- Led Theory Development", **Rewiew of Radical Political Economy**, 1993.

Grabel, Ilene. "Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World", **International Review of Applied Economics**, 1995.

Greenwald, Bruce ve Joseph E. Stiglitz. "New and Old Keynesians", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 7, No:1,1993.

Grosman, Sanford J. ve Joseph E. Stiglitz, "Information and Competitive Price Systems", **AEA**, May, Vol.66, No:2, 1976.

Grubel, Herbert G. "International Diversity Portfilos: Wellfare Gains and Capital Flows", **The American Economic Review**, 1968.

Gujarati, Damodar N. **Basic Econometrics**, 4th Edition, Mc Graw Hill Company, USA, 2003.

Guillermo, Ortiz. "Recent Emerging Market Crises-What have we learnt?", **Per Jacobsson Lecture**, Basle, Switzerland, 2002. Erişim:http://www.perjacobsson.org/ lectures/2002-ortiz.pdf. (26 03 2008).

Guy, Pfeffermann ve Dale R. Weigel. "The Private Sector and Policy Environment", **Finance and Development,** Vol.25, No.4, December 1998.

Güloğlu, Bülent ve Ender Altunoğlu. "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Fnansal Krizler: Latin Amerika, Asya ve Türkiye Krizleri", **İstanbul Üniversitesi SBF Dergisi**, No:27, 2002.

Haberler, Gottfried. **The Theory of International Trade**, George Allen and Unwin, London, 1933.

Hacıhasanoğlu, Burçin. Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye için Önemi, **TCMB**, Ankara, 2005.

Hanink, Dean M. **The International Economy: A Geographical Perspectives**, John Wiley & Sons, New York, 1994.

Hansen, H. Alvin. **Monetary Theory and Fiscal Policy**, McGraw-Hill, New York, 1949.

Hansen, W. Michael. "Foreign Direct Investment and the Environment: A Transaction Cost Perspective", http://ep.lib.cbs.dk/download/ISBN/x643573630.pdf (24.08.2007).

HM, **Türkiye'de Yıllara Göre Yabancı Sermaye Yatırımları** (1980;2003).

HM, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, **Yabancı Sermaye Raporu** (1993-1995), Ankara, Nisan, 1996.

HM, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, **Yabancı Sermaye Raporu**, 2001 ve 2005.

HM, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni, http//:www.hazine.gov.tr/iri/go/docs/documents/Hazine%20Web;http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=navurl://ece24785e13b51af18464d81e80b65f0&LightDTNKnobID=1728274996 (19.12.2009)

HM, İstatistik Yıllığı 2004, http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Treasury%20Web/Statistics/Annual/V-%20Yabanci%20Sermaye/YSGM.xls (12.12.2008).

HM, Ekonomik Göstergeler, http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/VI-KamuMaliyesi/VI_9_1 (28.12.2009).

Heckscher, Eli. "The Effect of Foreign Trade on the Distribution of Income", in H. S. Ellis, L. Z. Metzler (eds). **Readings in the Theory of International Trade**, , George Allen and Unwin, London, 1966.

Held, Guibernau ve Yılmaz Akyüz. " Financial Liberalization: The Key Issues", **Finance and Real Economy**, 1995.

Helpman, Elhanan. "A Simple Theory of International Trade with Multinational Corporations", **Journal of Political Economy**, Vol. 92, 1984.

Hicks, John Richard. "Mr.Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation", 1937.

Hiç, Süreyya. "Keynesgil Sistem, Maliye ve Para Politikaları Temel İlkeleri", **Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, İstanbul, 1997.

Hiç, Süreyya. **Türkiye Ekonomisi**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1994.

Hirst, Paul ve Grahame Thompson. **Küreselleşme Sorgulanıyor**, Çev. Çağla Erdem ve Elif Yücel, Dost Kitabevi Yayınları, Ankara, 2000.

Hood, Neil ve Stephen Young. **The Economics of Multinational Enterprise**, Longman, London, 1979.

Howell, Michael ve Angela Cozzını. "Cross-border Equity Flows: Hot or Cold? A Global Flow of Funds Analysis", **Baring Securities**, Nisan 1994.

IIF, **Institute of International Finance Report**, 26 Şubat 2008. http://www.turkiyebrezilya.com/Ekonomi/Brezilya_Dis_Ticaret_Degerlendirmesi.htm (27 11 2008)

IMF, "Recent Experiences with Surges in Capital Inflows", **IMF Occasional Paper**, No:108, 1993.

IMF, "Determinants and Systematic Consequences of Internatinal Capital Flows", **IMF Occasinal Papers**, No:77,Washington DC, March 1991.

IMF, World Investment Report, 2008.

IMF, World Economic Outlook Database, April 2008, October 2008 ve October 2009.

IMF, World Economic Outlook, Statistical Appendix, April 2009.

IMF, Word Economic and Financial Surveys, Global Financal Stability Report (GFSR), March 2003, April 2009, ve October 2009.

IMF, Interntional Financial Statistics, http://www.imfstatistics.org/imf/ (17.11.2008; 23.12.2009).

İmraher, A. İlyas. Asya Krizi: Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri, **İTO Yayınları**, No:1998–47, İstanbul, 1998.

International Finance Corporation (IFC), **Emerging Stock Markets Factbook**, 2007.

İnsel, Ahmet ve Nesrin Sungur. "Sermaye Akımlarının Temel Makro Ekonomik Göstergeler Üzerinedeki Etkileri" **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni, No.8, 2003.

Jamuna, Agorwal. "Foreign Direct Investment in Developing Countries: the case of Germany" **J.C.B.**, Mohr Tubinger, 1991.

Kaminsky, Graciela L. ve Carmen M. Reinhart. "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", **The American Economic Review**, Vol:88, No:2, 1998.

Kapur, Basanat. "Alternative Stabilization Policies for Less Developed Economies", **Journal of Political Economy**, August, Vol.84, 1976.

Kar, Muhsin ve Akif Kara. " Finansal Entegrasyon ve Sermaye Akışkanlığı", **İşletme ve Finans**, Sayı:180.

Karabulut, Gökhan. **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002.

Karabulut, Gökhan. "Finansal Liberalizasyon İktisadi Kriz İlişkisi", **İktisat Dergisi** sayı 410–411, Şubat-Mart 2001.

Karluk, Rıdvan. **Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişim**, Yapısal ve Sosyal Değişim, 7inci Basım, İstanbul,1999.

Karluk, Rıdvan. **Uluslararası Ekonomi: Teori ve Politika**, 6. Basım, Beta Yayınları, İstanbul, 2002.

Kaya, Yasemin Türker. "Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği", **DPT Yayınları**, Ankara, 1998.

Kazgan, Gülten. **Ekonomide Dışa Açık Büyüme**, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul,1988.

Kazgan, Gülten. **Yeni Ekonomik Düzende Türkiye'nin Yeri**, Altın Kitaplar Yayınları, İstanbul, 1994.

Kenen, Peter. **The International Economy**, 4th Edition, 2000.

Kepenek, Yakup ve Nurhan Yentürk. **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2001.

Kesici, Sinan. "Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Üzerine Etkileri", (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi** GÜ SBE.), Ankara, 1998.

Keynes, John M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**, London: McMillan, 1936 [1961], Çev. Asım Baltacıgil, İstanbul, 1980.

Keyder, Çağlar. Dünya Ekonomisi İçinde Türkiye (1923-1929), Yurt Yayınları, Ankara, 1982.

Keyder, Nur. **Para: Teori, Politika, Uygulama**, Bizim Basımevi Yayınları, Ankara, 2000.

Kibritçioglu, Aykut. "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler", **Yeni Türkiye Dergisi**, Sayı:44 Kriz Özel Sayısı, 2001.

King, Robert G. "The New IS-LM Model: Language, Logic, and Limits", **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, Vol: 86 (3), 2000.

King, Stephen. "Monetary Transmission", **Jouranl of Money Credit and Banking**, Vol.18, No.3, August 1986.

Kissenger, Henry. **Diplomasi**, Çev. İbrahim Kurt, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara, 1998.

Kojima, Kiyoshi. "Macroeconomic Versus International Business Approach to Foreign Direct Investment", **Hitosubashi Journal of Economics**, Vol:23, 1982.

Kongar, Emre. **21. Yüzyılda Türkiye**, Remzi Kitabevi, İstanbul, 1999,

Kregel, Jan A. "East Asia is not Mexico: The Difference Between Balance of Payments Crises and Debt Deflations", **The Jerome Levy Economics Institute Working Paper**, No: 235, 1998.

Kumral, Neşe. "Doğrudan Dış Yatırımlar ve Bölgesel Kalkınma: Ege Bölgesi İmalat Sanayi Örneği", **Ege Üniversitesi İİBF Yayınları**, No:2, İzmir, 2001.

Kunibert, Raffer. The Tobin Tax: Reviewing a Discussion, **World Development Report**, Vol:26, No:33, World Bank, New York, 1998.

Küçükahmetoğlu, Osman ve Hamza Çeştepe, Şevket Tüylüoğlu. **Ekonomik Entegrasyon** :Küresel ve Bölgesel Yaklaşım, Ekin Yayınevi, Ankara, 2005.

Krugman, Paul R. **Currencies and Crises**, The MIT Pres, Cambridge, 1997.

Krugman, Paul. "What Happened to Asia", **MIT Press**, 1998, http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html (03.19.2007).

Lee, Eddy. "The Asian Financial Crisis: Origins and Social Outlook", **International Labour Review**, Vol:137, 1998.

Leontief, Wassily W. "Domestic Production and Foreign Trade: The American capital position re-examined", in J. Bhagwati (ed) 1969. **International Trade. Penguin Modern Economics**, 1953.

Leontief, Wassily W. "Factor Proportions and The Structure of American Trade: Further Theoretical and Empirical Analysis", **Review of of Economics and Statistics**, Vol: 41, 1959.

Linder, Staffan B. " An Essay on Trade and Transformation", Almquist-Wiksell,1961.

Lipsey, E. Robert ve Merle Y. Weiss. "Foreign Production and Exports in Manufacturing Industries", **Review of Economics and Statistics**, Vol.63, 1984.

Löflund, Anders ve Eva Liljeblom, Kaj Hedvall. "Foreing and Domestic Investors and Tax Induced Ex-Dividents Day Trading", **Journal of Banking and Finance**, Septeber 2001.

Mann, Catherine L. "Perspectives on the US Current Account Deficit and Sustainability", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol.16, No.3, USA, 2002.

Marcuse, Peter. "The Language of Globalisation", Monthly Review, Vol.52, 2000.

Marshall, Alfred. **Money, Credit and Commerce**, McMillan, 1922, http://www.yased.org.tr/ (12.07.2007).

McKinnon, I.Ronald. "Money and Capital in Economic Development", **The Brooking Institution**, Washington D.C., 1973.

McKinnon, I.Ronald. "Uluslararası Para Sistemlerine Tarihsel Bir Bakış", Çev. Gürsel Kona, Mart 1993.

Mehta, D., W. Gruber ve R. Vernon. "The R&D factor in international trade and investment of United States industries", **Journal of Political Economy**, 1967.

Melemen, Mehmet. **Dış Ticaret ve Kambiyo Rejimi**, İstanbul Ticaret Üniversitesi Dış Ticaret ve Kambiyo Rejimi Ders Notları, Türkmen Yayınevi, İstanbul, 2005.

Metzler, Lloyd A. "Tariffs, the terms of trade and the distribution of income", Journal of Political Economy, 1949.

Mill, Johan Stuart. **Principles of Political Economy**, Kelly, New York 1965.

Miltiades, Chacholiades. **International Economics**, Mc Graw Hill, 1990.

Minsky, P. Hyman. "On the Non-Nötrality of Money", **Quarterly Review (Federal Reserve Bank of New York)**, Vol: 18, 1993.

Minsky, P.Hyman. "Stabilizing an Unstable Economy", **New Haven, Conn.:Yale University Press** , 1986.

Mohamed, Arif ve A. M. Khalid. **Liberalization and Growth in Asia**, Edward Elgar Publishing Inc., UK, 2005.

Money, I. Fast. "Noisy Growth: A Noise- Led Theory Development", **Rewiew of Radical Political Economy**, 1993.

Montiel, Peter J. ve Carmen M. Reinhart. "The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the1990s", (Ed.) S. Griffith-Jones ve M.Montes, **Short-Term Cpital Movements and Payments Crises**, Oxford University Pres, 1998.

Moosa, Imad A. **Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice**, Palgrave Macmillan, New York, 2002.

Mundell, Robert. "Capital Mobility and Sabilization Under Fixed and Flexiable Exchange Rate", **Canadian Joournal of Economics and Political Science**, Vol:29,1963.

Mundell, Robert. **International Economics**, McMillan Pub. Company, New York, 1968.

Mutluay, Hakan. Kambiyo Rejimindeki değişikliklerin Para Piyasalar Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi, **T.C. Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı**, Uzmanlık Tezi, 1996.

Myrdal, Gunnar. **Monetary Equilibrium**, William Hodge and Company Limited, Glasgow,1939, htpp://paribus.tr.googlepages.com/tasdan.pdf (12.08.2008).

Nagatani, Keizo. **Monetary Theory**, New York: North-Holland, 1978.

National Bureeau of Statistic of China, http://www.stats.gov.cn (21.09.2008).

Naude, Wim. "The Financial Crisis of 2008 and the Developing Countries", **United Nations University**, Discussion Paper, No:1, 2009.

Nelson, R. " National Innovation Systems - A Comparative Analysis" içinden D.Mowery ve N. Rosenberg, **The US National Innovation System**, Oxford University Pres, 1993.

New York Times, "Greenspan Discusses Risk Of Derivatives", 9 Mart 2003, erişim: http://nytimes.com/2003/05/09/business/greenspan-discusses-risks-of-derivatives.html?Pagewanted=1 (28.12..2009)

Ohlin, Bertil. **International and Interregional Trade**, Harvard University Press, 1933.

Oktay, M. Şirketler İçin Sinerjik Bir İşbirliği Yolu Ortak Girişimler, **İstanbul Sanayi Odası Gümrük Birliği Danışman Ofisi**, Yayın No:1997-6, İstanbul, 1997.

Orhan, Osman Z. ve Seyfettin Erdoğan. **Para Politikası**, Avcı Ofset, İstanbul, 2003.

Ökte, M. Kutluğhan Savaş. "Gelişen Borsalar", (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,** İ.Ü. SBE.), 1994.

Önder, İzzettin, Oktar Türel, Nazım Ekinci ve Cem Somel. Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı Politikaları; Türkiye Araştırmaları, **Tarih Vakfı Yurt Yayınları,** İstanbul, Ekim 1993.

Önder, İzzettin. "Ekonomik Kriz", **Yeni Türkiye Dergisi**, sayı.41, Eylül-Ekim, 2006.

Özatay, Fatih. "1994 Kriznden Alınacak Dersler: Kamu İç Borç Yönetiminde Yapılan Yanlışlıklar", **İşletme ve Finans**, Sayı: 109, 1995.

Özel, Saruhan. **Global Finansal Krizler**, Deniz Kültür Yayınları, İstanbul, 2005.

Özen, Ahmet. "Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Bütçe Açığının Gelişimi", **Maliye Dergisi**, Sayı.141, 2002.

Özkan, Azzem. "Ekonomik Kriz ve Muhasebe Uygulamalarına Bazı Yansımalar", **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:22, 2005.

Öztürk, Lütfü. "Serbest Bölgelerdeki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları: Dünyadaki Uygulamalara Teoriler Işığında Bir Bakış", **Akdeniz İİBF Dergisi**, Sayı 7, 2004.

Pain, Nigel ve Katharine Wakelin. "Export Performance and the Role of Foreign Direct Investment", The Mancester School Supplement, 1999.

Parasız, İlker. **Modern Para Teorisi**, Ezgi Kitapevi, 1998.

Paul Hirst ve Grahame Thompson. **Küreselleşme Sorgulanıyor**, Dost Kitabevi Yayınları, Ankara, 2000.

Paya, Melih. **Makro İktisat**, Filiz Kitapevi, İstanbul, 1997.

Pengestu, Mari. ve Bijiti Bora. " Evaluation of Libereralization Policies Affecting Investment Flows in the Asia Pasific, htpp:\www.ap.harward.edu/paper/recoop_pdf2 (12.06.2008).

Pitelis, N. C. ve R. Sugden. **The Nature of the Transnational Firm**, John Cantwell (ed) A Survey of Theories of International Production New Producer, New York. 1991.

Posner, Michael V. "International trade and technical change", **Oxford Economic Papers**, No:13, 1961.

Radalet, Steven ve Jeffrey D. Sachs. "The Onset of East Asian Financial Crises", 1998, http://pdf.dec.org/pdf_docs/pnacc340.pdf (27 02 2008).

Radalet, Steven ve Jeffrey D. Sachs. "Asia's Reemergence", **Foreign Affairs**, No:76, 1999.

Razin, Asaaf. "FDI Contribution to Capital Flows and Investment in Capacity", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper, 2002.

Ricardo, David. **On the Principles of Political Economy and Taxation**, R. M. Hartwell (ed.), Pelican Classics, 1971.

Rodrik, Dani ve Aaron Velasco. "Short-Term Capital Flows", **Annual World Bank Conference on Development Economics**, World Bank, New York, 1999.

Roy, Patric. The Financial Crisis Intensifies and Spreads, **Federal Reserve Bank of Dallas**, 30 October 2008, http://dallasfed.org/institute/update/2008/int08.cfm (29.12.2009).

Salvatore, Dominic. **Theory and Problems of International** , 4 th Edition, Mc.Grow Hill, New York

Samuelson, Paul. **The Gains from International Trade**, içinden H. S. Ellis, L. Z. Metzler (ed.) Readings in the Theory of International Trade, London: George Allen and Unwin, 1966.

Saraçoğlu, Rüştü. "Financial Libralization in Turkey", **İşletme ve Finans**, Sayı:132, 1997.

Satıroğlu, Kadir D. **Çokuluslu Sirketler**, AÜ SBF Yayınları, Ankara, 1984.

Savaş, Vural F. **İktisadın Tarihi**, Siyasal Kitabevi, 3. Baskı, Ankara, 1999.

Schnitzer, Martin C. **Comparative Economic Systems** OH, South-West Publishing, Cincinnati, 1991.

Selamoğlu, Ahmet. "Yabancı Sermaye", **Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Müdürlüğü**, Ankara, 1985.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), **Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü**, Yayın No:17, Nisan 1996.

Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası İktisat**: Teori, Politika ve Uygulama, Güzem Yayınları, İstanbul, 2001.

Seyidoğlu, Halil. **Ekonomik Terimler Sözlüğü**, Güzem Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 1999.

Shaw, Edward. **Financial Deepening in Economic Development**, New York Oxford University Pres, London, 1973.

Smith, Adam. **The Wealth of Nations**, The Modern Library, New York, 1776.

Soydemir, Selim. "Sermaye Birikimi, Kalkınma ve Finansal Sistem", **SPK-AGD Araştırma Raporu**, No:9111.

Stiglitz, E. Joseph. "Markets, Market Failures and Development", **The American Economic Review**, Papers and Proceeeding, 79(2), 1989.

Stiglitz, E. Joseph. "The Role of State in Financial Markets", Proceedings of the World Bank Annual Conferences on Development, **World Bank**, 1994.

Stiglitz, E., Joseph. "Capital Market Liberalization, Economik Growth and Instability", **World Development**, 28, Vol:6, 2000.

Stiglitz, E. Joseph ve Avik Bhattavharya. "Underpinnings of a Stable and Equitable Global Financial System: Form Old Debates to a New Pradigma", **Annual World Bank Conference on Development Economics**, World Bank, New York, 1999.

Stiglitz, Joseph E. ve Anderw Weiss. "Credit Rationing in Markets With Imperfect Information", **AER**, Vol:71, No:3,1981.

Stiglitz, E. Joseph. The Guardian, erişim: http://www.antimai.org/mkyy/stiglitz.htm , (18.07.2008).

Stolper, W. F. and P. Samuelson. **Protection and Real Wages**, içinden H. S. Ellis ve L. Z. Metzler (Ed.), **Readings in the Theory of International Trade**, George Allen and Unwin, London, 1966.

Stutz, Frederick P. ve A. R. De Souza. **The World Economy: Trade and Development**, 3rd Edition, Prentice Hall, New Jersey, 1998.

Swenson, L. Deborh. "Foreign Investment and the Mediation of Trade Flows", **Review of International Economics,** Vol. 12(4), 2004.

Şahin, Afşin. "Çokuluslu Şirketlerin Davranışlarının Genel Açıklaması ve Teorik Yaklaşımlar", **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı:485, 2004.

Şahin, Hüseyin. **Türkiye Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2000.

Şener, Sefer. "Ekonomi Gündemi", **Yönetim Bilimleri Dergisi**, Sayı:7, 2009.

Şenses, Fikret. "Short Term Stabilization Policies in a Developing Economy: The Turkish Experience in 1980 in Long-term Perspective", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Sayı:8, 1981.

Takatoshi, Ito. "Capital Flows in Asia", **NBER Working Paper Series**, No: 7134, 1999.

Taylor, B. John. "International Capital Mobility and the Coordination of Manetary Rules", **NBER Working Paper Series**, No:1242, December, 1983.

Taylor, J. M. ve N. Thrift. **The Geography of Multinationals**, Croom Helm, London, 1982, http://hcr3.isiknowledge.com/formViewCharacteristic.cgi?table=Publication& link1

Taylor, P. Mark ve Lucio Sarno. "Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants", **The World Bank Economic Review**, Vol.11, September 1997.

TCMB, İstatiski Veriler, EVDS, Ödemeler Dengesi Analitik Sunum, erişim: http://evds.tcmb.gov.tr/ (27.11.2008;17.12.2009).

TCMB, EVDS, http//evds.tcmb.gov.tr/ (17.12.2009).

TC Maliye Bakanlığı, "2000 yılından 2007 yılına kadar olan özelleştirmeler" **Özelleştirme Daire Başkanlığı**, 2008.

TC Maliye Bakanlığı, Yıllık Bütçe Veriler, **Stratejik Geliştirme Başkanlığı**, 2008, http://www.sgb.gov.tr (27.12.2008).

TC Maliye Bakanlığı, Yıllık Bütçe Verileri, **Stratejik Geliştirme Başkanlığı**, Yıllık Ekonomik Raporlar 2008 ve 2009, erişim:http://www.sgb.gov.tr (27.12.2008; 25.12.2009).

TC Maliye Bakanlığı, "2000 yılından 2007 yılına kadar olan özelleştirmeler" **Özelleştirme Daire Başkanlığı**, 2008.

Tezcanlı, Meral ve Diğerleri, Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye, **İMKB Araştıma Yayınları**, Kasım, 1994.

Tezel, Yahya Sezai. "Birinci Büyük Millet Meclisinde Yabancı Sermaye Sorunu", **SBFD**, 1970.

Tezel, Yahya. **Cumhuriyet Dönemi İktisadi Tarihi**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 3. Baskı, Ankara, 1994.

The Wall Street Journal, 16 Kasım 2008.

Thygesen, Nigels. "The Integration of European Financial Market and The Role of The ECU", **Towards The Financial Integration of Europe Seminars**, Rome, 1987.

Tiryakioğlu, Bilgin. "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Uluslararası Düzenlemeler", Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye, **TCMB Yayınları**, Ankara, 2001.

Tobin, James. "Money and Economic Growth", **Econometrica**, Vol:33 (4), 1965.

Tobin, James. **The Theory of Portfilo Selection in theTheory of Interest Rates**, F.Hahn F.P.R., 1965.

Togan, Sübidey. "The Economy of Turkey Since Liberalization", **Journal of Comperative Economics**, 1998.

Tosun, Betül ve Tahir Büyükakın. "Keynesyen Düşüncenin Gelişimi", **İÜ Maliye Araştırma Merkezi Konferansı**, Otuzsekinci Seri, 1998.

Töre, Nahit ve Derya Sevinç. **Bankacılar için Dış Ticaret ve Kambiyo Bilgisi**, Dağıtım: Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2004.

Tseng, Wando ve Robert Corker. "Financial Liberalization, Money Demand and Monetray Policy in Asian Countries", **Occasional Paper**, IMF Working Papers Supplement, June 1996.

Tuncer, Baran. Türkiye'de Yabancı Sermaye Sorunu, **AÜ SBF Yayınları** No:214, Ankara, 1968.

Tuncer, Nihal. "Para Krizleri ve Türkiye", **İktisat Dergisi**, Şubat-Mart Sayı:410–411, 2001.

Turhan, Ali. Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) – GATT, **Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü**, Ankara Mart 1997.

TÜİK, Ulusal Hesaplar, erişim: www.tuik.gv.tr//ulusalhesapapp/ulusalhesap.zul?tur=1; http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?_id=55&ust_id=16 (17.06.2009;27.12.2009).

TÜSİAD, Konjonktür Değerlendirmesi, Sayı 12, Nisan 2007.

UNCTAD, World Investment Report, September 2008.

UNCTAD, "Foreign Direct Investment and the Challenge of Development", **Word Investment Report**, United Nations, New York, 1999.

UNCTAD, United Nations Conference on Trade and Development, **World Investment Report**, 2003. http://www.unctad.org (27.12.2008).

Uras, Güngör. **Türkiye'de Sermaye Yatırımları**, Ezgü Yayınları, İstanbul, 1979.

Urrutia, Miguel. **Financial liberalization and the Internal Structure of Capital Markets in Asia and Latin America**, United Nations University, Tokyo, Japan, 1988.

Uygur, Ercan. "Krizden Krize Türkiye 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", htpp://en.scientificcommons.org/ercan_uygur (23 10 2008).

Uzay, Nisfet. 2001 Krizinin Küçük ve Orta Ölçekli İletmeler Üzerindeki Etkisi", **I inci Orta Anadolu Kongeresi**, 2001.

Uzunoğlu, Sadi ve Kerem Aklin, Can Fuat Gürlesel. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye, **IMKB Araştırma Yayınları**, No: 6, İstanbul, 1995.

Velde, Dirk William. "The Global Fnancial Crisis and Developing Countries", **Overseas Development Institute**, October 2008.

Vernon, Raymond. "The Product Cycle Hypothesis in a New International Environment", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, No:41, 1979.

Vernon, Raymond. International Investment and International Trade in the Product Cycle", **Quarterly Journal of Economics**, Vol.80, No.2, 1966.

Valesco Andreas. "Finansal Aksaklıklar ve Yükselen Piyasalarda Kur Politikası", **İşletme ve Finans**, Kasım, 2002.

Voutilainen, T. "Foreign Direct Investment (FDI) Theories Explaining the Emergence of Multinational Enterprises (MNEs), Who, Where and Why", **Seminar in Strategy and International Business**, 28.01.2005, http://ep.lib.cbs.dk/download/ISBN/x643573637.pdf (12.08.2007).

Yay, Turan ve Gülsan Gürkan Yay, Ensar Yılmaz. "Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler", **İTO**, Yayın No:47, 2001.

Yeldan, Erinç. "Asya ve Latin Amerika Ekonomilerine Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Etkileri Üzerine Gözlemler", **Ekonomide Durum**, Bahar-Yaz, 1998.

Yeldan, Erinç. **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İletişim Yayınları, İstanbul, 2001.

Yeldan, Erinç, Erol Balkan ve F.G. Biçer. "Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy", **Working Paper, International METU Conference on Economics IV**, 2002.

Yılmaz, Şiir. **Dış Ticaret Kuramlarının Evrimi**, Gazi Üniversitesi, Ankara, 1992.

Young, S., N. Hood ve E. Peters. "Multinatinal Enterprises and Regional Economic Development", **Regional Studies**, Vol:28.

Zengin, Ahmet. "Türkiye Ekonomisi Açısından Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Bir Değerlendirme", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:203, Ankara, 2003.

Wallerstein, Immanuel. **Liberalizmden Sonra**, Erol Öz (çev.), Metis Yayınları, İstanbul, 1998.

Walther, Ted. **Dünya Ekonomisi**, Ünal Çağlar (çev.), Alfa Basım Yayım, İstanbul, 2002, (Orj. Ted Walther, **The World Economy**, John Wiley & Sons Inc., New York, 1997).

Wicksell, Kunt. **Lecture on Political Economy**, Ed: L. Robins, London:Printed in Britain by Lund Humphries, Cilt 2, 1950.

Wolfson, Martin H. A Post Keynesian Theory of Credit Rationing", **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol.18, No.3, Spring, 1996.

Westphal, L. E. "Industrial Policy in Export- Propelled Economy: Lessons form South Korea's Experience", Journal of Economic Perspectives, No:4, 1990.

Wong, Huey ve Luis Carranza. "Policy Responses to External Imbalances in Emerging Market Economies Futher Empirical Results", IMF Working Paper, No:103, 1998 http:/www.imf.org (17.09.2008).

Woo-Cuming, M. **The Developmental State**, Cornell University Press, Ithaca,1999. Aktaran: Ha-Joon Chang ve Ilene Grabel, a.g.e. 2005.

Wu, Yanrui. **Economic Growth Transition and Globalization in China**, Edward Elagar Publishing Inc. UK, 2006.