

GİRİŞ

1980’li yıllardan itibaren finansal serbestleşme çabaları dünyada hızla yayılmaya başlamıştır. Dışa açılma süreci öncelikle dış ödemeler bilançosunun cari işlemlerinin serbestleştirilmesi ile başlayıp, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile devam etmiştir. Dış ticaret üzerindeki engellerin kaldırılması ve kambiyo denetimlerinden vazgeçilmesi ile bu süreç tamamlanmaya çalışılmıştır.

Finansal serbestleşmenin en önemli kolu olan sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları hızlanmaya başlamıştır. Bu sayede gelişmekte olan ülkeler, yatırımlarını finanse etmek için gelişmiş ülkelerdeki tasarruf fazlasından yararlanabilecekleri düşüncesindeydiler. Ancak bu beklentiler birçok gelişmekte olan ülkede gerçekleşmemiştir.

Ulusal ekonomilerin makro ekonomik dengesizliklerinden kaynaklanan ihtiyaçlarını karşılaması beklenen sermaye hareketleri daha çok arbitraj kazancı kovalayan, spekülatif nitelikli para hareketlerine dönüşmüştür.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynaklığı en yüksek ve kalıcılık düzeyi en düşük sermaye hareketi olduğu düşünülmektedir. Yani çok hareketli ve geri dönüş kabiliyeti oldukça yüksek sermaye hareketi olarak düşünülmektedir. Bu özelliklerinden dolayı, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde makro ekonomik istikrarı tehdit ettiği düşünülmektedir. Dünyada ve Türkiye’de yapılan çalışmalardan yararlanılarak bu düşünce analiz edilecektir.

Türkiye ekonomisinde de 1989 yılından itibaren kambiyo rejiminin serbestleşmesi ile beraber ülkeye daha kolay ve büyük miktarlarda sermaye akımı gerçekleşmiştir.

Bu çalışmanın temel amacı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye Ekonomisi üzerindeki etkilerini incelemektir. Bu amaçla dünyada ve Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketleri ile ilgili araştırmalardan da faydalanarak, kısa vadeli sermaye hareketlerinin özellikleri anlatılmaya çalışılacak, dünya ülkelerinde ve Türkiye’de meydana gelen krizlerde ne kadar ve ne yönde etkili olduğundan bahsedilecektir.

Çalışmanın birinci bölümünde, dünyada finansal serbestleşme değerlendirilerek, sermaye hareketlerinin gelişimi incelenmektedir. Bu kapsamda öncelikle finansal serbestleşmeden, sermaye hareketleri hesabı kalemlerinden, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi için gerekli ön koşullardan ve ekonomiye olan etkilerinden bahsedilmektedir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelere finansal serbestleşme çabalarının yoğunlaştığı 1980 sonrası dönemde sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin nedenlerinden ve sonuçlarından bahsedilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin tanımı ve sınıflandırılması yapılmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin kapsamından, akışkanlık nedenlerinden ve sınırlandırılmasından bahsedilmiştir. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerinin istatistiksel özellikleri ele alınmış, Türkiye ve seçilmiş ülke örnekleri için değerlendirilmiştir. Bu amaçla Türkiye’de ve dünyada yapılmış olan, çalışmaların verilerinden ve sonuçlarından yararlanılmıştır. Ayrıca kriz türlerinden ve 1990’lı yıllarda dünyada meydana gelen krizlerden bahsedilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde Türkiye’de sermaye hareketlerinin gelişiminden ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomiye olan etkilerinden bahsedilmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin bütçe açıkları, cari işlemler dengesi ile olan ilişkisinden, Türkiye’de yapılmış olan ekonometrik çalışmalardan da destek alınarak, bahsedilmiştir. Türkiye’de meydana gelen, büyük bir çoğunlukla kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden olduğu krizlerden bahsedilmiştir.

Sonuç kısmında ise, çalışmadan çıkan sonuçlara yer verilerek, genel bir değerlendirme yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALARIN SERBESTLEŞMESİ VE SERMAYE HAREKETLERİ

Bu bölümde öncelikle finansal serbestleşmenin tanımı verildikten sonra dünyada finansal serbestleşme ve sürecinden bahsedilecektir. Daha sonra sermaye hareketlerinin tanımı, teorisi ve serbestleşme şekillerinden bahsedilecektir. Son olarak ise gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin nedenleri ve sonuçlarından bahsedilecektir.

I. FİNANSAL SERBESTLEŞME

Finansal serbestleşme kavramı iki şekilde anlamak mümkündür. Birincisi ülkenin kendi iç piyasasında, piyasa koşullarının işlemlerini sağlaması ve devletin finansal piyasalar üzerindeki doğrudan kontrollerinin kaldırılmasıdır. Finansal serbestleşmenin diğer anlamı ise, bir ülkenin kendi finansal piyasalarına yabancı sermayenin giriş ve çıkışı önündeki engelleri kaldırması ve uluslararası piyasalarla bütünleşmesidir. Finansal serbestleşme, yurt sakinlerinin dış piyasadan serbestçe borçlanması ve yurt sakini olmayanların serbest bir şekilde iç mali piyasalarda işlem yapabilmesi, yani içeri doğru her iki kaynaktan sermaye girişinde sınırlamaların, denetimin kalkmasını sağlar. Bunun yanı sıra, yurt sakinleri dışarıya serbestçe sermaye transfer edip, yabancı varlık kalemlerini tutabilir. Yine yurt sakini olmayanlarda aynı şekilde iç mali piyasalardan borçlanabilir, yurt içinde sakinler yabancı paralar üzerinden istedikleri işlemleri yapabilirler (Kazgan,1999:136).

Mc Kinnon ve Shaw tarafından geliştirilen finansal serbestleşme teorisine göre, finansal serbestleşmenin olmadığı bir piyasada hükümet, faiz tavanları, yüksek oranda rezervler ve selektif kredi politikaları ile sermaye piyasasının düzgün işlemlerini engellemektedir. Böyle bir piyasada, hükümet senyörasyon yolu ile gelirini arttırabilmekte ve faiz politikası ile büyümeyi destekleyebilmektedir. Mc Kinnon ve Shaw böyle bir finansal sistemi finansal baskı olarak tanımlamışlar ve finansal serbestleşme ile birlikte sistemin daha etkin çalışacağını ileri sürmüşlerdir (Aşıkoğlu, 1995:36).

Finansal serbestleşmenin unsurları şu şekilde sıralanabilmektedir: Kredi kontrollerinin kaldırılması, faiz oranlarının deregülasyonu bankacılık sektörüne veya daha geniş olarak finansal hizmetler endüstrisine giriş serbestisi, banka otonomisi, “uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi” (Wiliamson ve Mahar ,2002:15-16).

Dünya ülkelerinde yaklaşık olarak son 30 yıldır finansal serbestleşme çabalarının arttığı görülüyor. Sermaye hareketlerinin üzerindeki kontrollerin gevşetilmesi, finansal serbestleşme politikaları, haberleşme ve bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler finansal serbestleşmeyi hızlandırmıştır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde yaşanan borç krizi de finansal serbestleşmenin ön plana çıkmasına neden olmaktadır. Finansal piyasaların serbestleşmesi ile kıt olan sermaye daha etkin kullanılacak tüm ekonomi bundan faydalanabilecektir.

Özellikle kalkınmakta olan ülkelerde sanayileşme için tasarrufların akışkanlığını sağlamada finansal piyasaların rolü önemli olmaktadır. Finansal piyasalar, sadece tasarrufların akışkanlığını artırmakla kalmamakta, ekonominin büyüme hızını da etkileyebilmektedir. Bilindiği gibi, finansal piyasaların temel rolü, sermayeyi tasarruf sahiplerinden, ödünç alanlara transfer etmek, sermaye toplamak, projeleri seçmek, riskleri transfer etmek, paylaşmak ve genel olarak bir kambiyo ortamı sağlamaktır. Bu nedenle, sermaye piyasaları, sadece geçici ticaretle değil, risk ve enformasyon ile de ilgilidir (Kılıç, 1991: 67–69).

Finansal serbestleşme büyümenin artmasında etkin rol oynamaktadır. Bu durum iki şekilde gerçekleşmektedir:

- i. İlk olarak kamu otoriteleri tarafından denetlenmekte olan mali piyasalar, ülke içinde serbestleştirilmektedir. Bu sayede faiz oranları serbestçe belirlenmektedir. Finansal liberalleşme ile oluşan pozitif reel faizler tasarrufların ve finansal varlıklardaki büyümenin artmasını sağlayarak, finansal varlık stoklarındaki artışla birlikte bankalardaki kullanılabilir fon miktarının artışına neden olmaktadır.

Bu sayede kullanılabilir fonlar arttığı için gerçekleşen yatırım oranları artmaktadır.

- ii. İkinci olarak Finansal sistemdeki araçlar tasarruf dağılımında önemli rol oynamaktadır. Fonların daha karlı yatırım alanlarına gitmesiyle birlikte rekabet artmakta, yatırım politikaları daha etkin ve seçici bir hal almaktadır. Bu yolla yatırımların verimlilikleri artmakta ve sonuçta büyüme oranları artmaktadır.

Finansal serbestleşme ile birlikte kontrolün ve fiyat sapmalarının kaldırılması sonucu tasarrufların yüksek getirili yatırımlara yönelmesi dağılım etkinliğini arttırır. Rekabet artışı sonucu finansal piyasalardaki maliyetlerin azalması, operasyonel etkinliği attırırken, yapılan yenilikler sonucu üretilen mal ve hizmetlerin tüketici ihtiyaçlarına daha uygun olması ile dinamik etkinlik artışı sağlanmaktadır.

Finansal serbestleşme sağlayabilmek için öncelikle; faizlerin piyasa tarafından belirlenmesine izin verilmeli, faizler üzerindeki yüksek karşılık oranları, vergiler ve benzeri mali yükler azaltılmalı, finansal piyasaya girişler kolaylaştırılmalıdır. Ayrıca ülke vatandaşları uluslararası finansal piyasalardan serbestçe borçlanabilmeli, yabancı ülke vatandaşlarına yerli finans piyasalarında yatırım yapma imkânı verilmelidir. Bunların dışında; ülke vatandaşları yurt dışında varlıklarını tutabilmeli, yurt dışından sermaye transfer edebilmeli. Bunun yanı sıra yabancı ülke vatandaşları yerli piyasadan kredi kullanıp borç verebilmelidir. Vatandaşlar yabancı paralardan borç alacak işlemleri yapabilmelidirler. Bu tür işlemlerin serbest hale getirilmesi ile finansal serbestleşme için ilk adımlar atılmış olur.

Finansal serbestleşme ile birlikte ülkenin ekonomik yapısında birtakım değişimler yaşanmaktadır. Bu değişimleri şu şekilde sıralamak mümkündür

- i. Dış ticaretteki bütünleşmenin artmasıyla, Finansal alandaki yenilikler ve yaygın finansal açılma ile birlikte sermaye hareketlerinin üzerindeki kontrollerdeki etkinlik azalmaktadır.

- ii. Ülkelerarasındaki ticaretin gelişmesi ile birlikte, ülkelerin finansal sistemlerini açık hale getirmeleri, ayrıca döviz kurunun piyasa tarafından belirlenmesi bir zorunluluk haline gelmiştir.
- iii. OECD, üyesi olan ülkeler kendi aralarında sermaye hareketlerindeki kısıtlamaları kaldırmışlar ve bu şekilde ekonomik yapının serbestleştirilmesini sağlamaya çalışmışlardır. Bu üye ülkelerin önemli bir politikasıdır. Bunun sonucunda pek çok gelişmekte olan ülkede de bu politikalara uyum için bir motivasyon yaşanmaktadır (Kaya, 1998:11).
- iv. 1980'lerin başlarında yaşanan krizin ana nedenlerinden birinin uygulanmakta olan müdahaleci politikalar olduğu anlaşılmıştır. Bunun sonucunda finansal sistemin serbestleşmesi ve sermaye hareketlerini serbestleştirilmesi yönündeki çabalar önem kazanmıştır. Finansal serbestleşme tasarruflar ile ekonomideki etkinliği arttırarak büyümenin sürdürülebilmesini sağlamakta ve büyümeyi istikrarlı bir çizgiye oturtmaktadır, görüşü önem kazanmıştır(Akyüz, 1994:5-20).

Finansal serbestleşme ile birlikte ülkelerin menkul kıymetler piyasasının serbestleştirilmesi, o ülke hükümetinin yabancı yatırımlara menkul değerler piyasasında yatırım yapabilmesine izin vermesini ifade etmektedir. 1980'li yıllarda başlayan finansal serbestleşme akımı ile birlikte, menkul değerler piyasasında bu akımın içerisinde doğal olarak yer almıştır. Serbestleşme ile beklenen temel fayda, sermaye girişi ile birlikte firmaların sermayelerini, daha kolaylıkla arttırabilmeleri ve dolayısı ile özel yatırımların artışının sağlanmasıdır (Henry, 2000:302-305).

Bütün bu olumlu gelişmelerin yanı sıra finansal serbestleşme sonucu birçok ülke birtakım olumsuzluklar yaşamıştır ve halen yaşanmaya devam etmektedir. Bu etkilerden ilki, faiz hadlerindeki artış olmuştur. Finansal serbestleşme ile birlikte faiz hadlerinde artış meydana gelmiştir. Finansal baskı politikasının terk edilmesi ile birlikte faiz hadleri yükselmiştir. Özellikle kısa vadeli sermaye girişi ile birlikte kısa vadeli faiz oranları da azalmıştır. Finansal serbestleşme sürecinde birçok gelişmekte olan ülkenin borçları artış eğilimi göstermiştir (Adams, Mathieson, Schieson, Chadha, 1998: 11).

Finansal serbestleşme sonucu, ülkelerin menkul kıymetler piyasasının serbestleşmesinin ülkeler üzerindeki etkileri farklı olmuştur. Latin Amerika ülkelerinde bu piyasanın çok fazla gelişmediğini söylemek doğru olur. Yani bu piyasaya yeni firmaların girmesi ve dolayısı ile yatırımlar için kaynak sağlanması durumu pek söz konusu olmamıştır (Adams, Mathieson, Schieson, Chadha, 1998: 90).

Finansal serbestleşme sonucunda, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sektörü ön plana çıkmaktadır. Yani banka kredileri ekonomik faaliyetlerde temel niteliktedir. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde daha fazla önem kazanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin, 1990'lı yıllarda yaşadıkları krizler ve bunların merkezinde yer alan bankacılık sektörü dikkate alındığında, finansal serbestleşme sonrasında bu sektörün sorunlarına yeterince çözüm getirilemediğini söyleyebiliriz. Özellikle bu ülkelerde uluslararası standartların uygulanmaması, sermaye yeterliliğindeki sorunlar, yeterli denetim ve yasaların olmaması ilk anda dikkati çeken konular arasında yer almaktadır.

Finansal serbestleşme politikalarının gelişmekte olan ülkelerde yarattığı önemli sorunlardan biri de, uyum sürecinde reel faiz oranlarının yüksek oranda oluşmasıdır. Uluslararası finansal piyasalarla bütünleşen gelişmekte olan ülkelere ikili bir yapı oluşmaktadır. Uluslararası piyasalardan daha ucuza kaynak sağlama bakımından büyük firmaların bir avantajı vardır. Bunların dışında yer alan firmalar ise ulusal piyasadan daha yüksek maliyetlerle kredi bulabilmektedirler. Dolayısı ile firmalar arasında önemli bir sorun ortaya çıkmaktadır. Yani dışardan ucuz borçlanıp bunu iç piyasada daha yüksek oranla borç veren kurumlar, kaynak tahsisinde önemli bir sorun yaratmakta ve piyasa içerisindeki güçlerini artırmaktadır (Adams, Mathieson, Schieson, Chadha, 1998: 97).

Finansal serbestleşme politikalarının uygulanması sonucunda meydana gelen birtakım olumlu gelişmelerin yanı sıra, ortaya çıkan olumsuzlukları, finansal krizleri ve yarattığı etkileri unutmamak gerekmektedir.

II . SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI VE TEORİSİ

Bu başlık altında öncelikle sermaye hareketlerinin tanımı verilmektedir. Daha sonra ise sermaye hareketleri teorisinden bahsedilmektedir.

A) SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI

Bir ülkeden başka bir ülkeye veya ülke içinde yerleşik olmayan vatandaşlara yapılan, parasal olarak değer taşıyan varlıkların transfer edilmesine sermaye hareketleri denilmektedir (Uzunoğlu vd., 1994:34).

Cari işlemlerdeki bir hizmetin karşılığının kredi kartı kuruluşlarınca ödenmesi ve ulusal piyasalarda ulusal menkul kıymetler aracılığı ile yabancı herhangi bir bankaya iştirak etmek finansal hizmet; uluslararası kredi kuruluşlarına başvurmadan bir ihracat şirketinin yaptığı işlem sonucu bedelini yabancı müşteri nezdinde tutması sermaye hareketidir (Servais,1995:25).

B) SERMAYE HAREKETLERİ TEORİSİ

Klasik teori sermaye hareketliliğini yararlı görmektedir. Sermaye hareketleri (borç portföy yatırımları, doğrudan yabancı yatırım, gayri menkul yatırımları) ülkenin ödemeler dengesi hesabının sermaye dengesi bölümünde görünmektedirler. İçeriye veya dışarıya doğru bu hareketlerin üzerindeki kısıtların kalkması sermaye hesabının serbestleşmesidir. Bu sayede kısıtlı tasarruf hacmi olan ülkeler verimli yatırımlar için dış kaynak çekebilecekler, yatırımcılar portföylerini farklılaştırarak risklerini dağıtabileceklerdir (Ercan, 2000:32).

Neo-klasik teori, sermaye hareketlerinin serbestçe hareket edebilmesi ve önündeki engellerin kaldırılması durumunda, sermayenin bu hareketliliğinden hem zengin ülkelerde yoğun bulunan sermayenin , hem de iktisadi kalkınması için kaynak ihtiyacı duyan gelişmekte olan ülkelerin yararlanabileceğini ileri sürmektedir. Çünkü bu süreç,

sermayenin marjinal verimliliğini dünya üzerinde eşitleyecek, optimal kaynak dağılımını sağlayacak ve dünya refahını arttıracaktır (Kazgan, 2000:173).

- i. Ricardo'ya göre; sermaye ulusal sınırları aşamamaktadır. Bunun nedeni ise kişilerin ülke sınırları dışına çıkamamasıdır. J. St. Mill ise; Ricardo'nun görüşüne katılmamaktadır. Sermaye sahibine bağlı bir değer değildir. Sermayenin kazanç farkına bağlı olarak şehir dışına hatta ülke dışına çıkabileceğini söylemektedir. 19. yy başlarında dünyada sermaye hareketleri için uygun ortam hazırlanmakta, 19. yy sonlarında ise artık ulusal sınırlar dışına kolayca taşabilmekte olduğunu söylemiştir (Aslan,1997: 16)
- ii. Esas olarak Keynes ve Ohlin'in yapmış oldukları tartışmalar ile sermaye hareketleri teorisinin temelleri atılmıştır. Üretim faktörlerinden olan emek ve sermayenin uluslararası yer değiştirmekte olduğu konusunun sistemleştirilmesi 1933 yılında Bertil Ohlin tarafından yapılmıştır. Ohlin, savaşların sonrasında kazanan ülke ile kaybeden ülke arasında kaybedenin tazminat ödemesinden kaynaklı olarak, satınalma gücünde farklılıklar meydana geldiğini ortaya atmıştır. Ödeme yapan ülkenin satınalma gücünün azaldığını, diğerinin arttığını söylemiş. Ödeme yapan ülkenin fiyatlarının düştüğünü söylemiştir. Ohlin sermaye transferlerinin bir ülkenin satınalma gücünün kaybını ve diğer bir ülkenin satınalma gücünün kazancını oluşturduğunu söylemiştir (Aslan,1997: 23).

III . SERMAYE HAREKETLERİ HESABI KALEMLERİ

Sermaye hareketleri hesabı resmi rezervler dışındaki tüm uluslararası hareketleri içermektedir. Ödemeler bilânçosu açısından, yurtdışından ülkeye sermaye girişi bir alacak işlemi, sermaye çıkışı ise bir borç işlemi meydana getirir. Yabancı sermaye girişi ülkeye döviz kazandırmakta, sermaye hareketleri hesabına pozitif olarak yazılmaktadır. Ülkenin sermaye hesabının fazla vermesi net sermaye girişi olarak adlandırılır (Seyidoğlu, 1999:393).

Ödemeler dengesinin denklğini şu şekilde ifade edebiliriz

$$\text{Cari İşlemler Hesabı (fazla/açık)} + \text{Sermaye Hesabı (net sermaye girişi)} + \text{Resmi Rezervler Hesabı} = 0$$

Ödemeler bilânçosunun denkleştirici işlemlerinden olan resmi rezervler hesabında artış veya azalış meydana geliyorsa bu bize ödemeler dengesinde fazla ya da noksan olduğunu ifade eder. Cari işlemlerin alacaklı ve borçlu kısımlarının toplamının birbirine eşit çıkması cari işlemler bilânçosunun dengede olmasını, alacaklı kısmın borçlu kısımdan büyük olması cari işlemler bilânçosunun fazla vermesini, borçlu kısmın toplamının alacaklı kısımdan büyük olması ise cari işlemler açığını ifade eder. Eğer ülkenin cari işlemler hesabı açık veriyor ise, ülkenin dış dünyadan yapmış olduğu harcamalar, dış dünyaya sattıklarından daha fazladır. Ülkenin cari işlemler dengesi açık veriyor ise ülke bunu sermaye girişleri ile veya resmi rezervlerinde azalmayla karşılamak durumundadır. Cari işlemler dengesindeki açık net sermaye girişine eşit ise ödemeler dengesi fazlası/açığı sıfır olur (Kaya, 1998:74).

Tablo1. Ödemeler Bilânçosunun Şematik Yapısı

İŞLEM GUPLARI	ALACAK	BORÇ
I. CARİ İŞLEMLER HESABI	+	-
A.Mal ihracat ve İthalatı	+	-
DIŞ TİCARET BİLÂNÇOSU	+	-
B. Hizmet İhracatı Ve İthalatı	+	-
C. Tek yanlı Transferler	+	-
CARİ İŞLEMLER BİLÂNÇOSU	+	+
II. SERMAYE HESABI	+	-
A.Doğrudan Yatırımlar (net)	+	-
B.Portföy Yatırımları (net)	+	-
C. Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	+	-
D. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	+	-
NET HATA VE NOKSAN		
III. ULUSLARARASI RESMİ REZERVLER HESABI		

Kaynak: Seyidoğlu, 1999:392.

Sermaye hareketleri dengesi içinde dört kalem vardır. Doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, diğer uzun vadeli sermaye hareketleri, ve kısa vadeli sermaye hareketleridir:

A) DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR

Doğrudan yatırımlar yurt dışında yerleşik ekonomik birimlerin Türkiye’de yaptıkları sabit sermaye yatırımları ile yurt içindeki yerleşik olan ekonomik birimlerin yurt dışında yaptıkları sabit sermaye yatırımlarının netleştirilmiş farkını ifade eder.

Ödemeler dengesinde doğrudan yabancı yatırımlar olarak adlandırılan sermaye girişinin olabilmesi için yurt içindeki herhangi bir varlığın en azından yüzde 51 hissesinin yabancılar tarafından satın alınması gerekir. Doğrudan yabancı yatırım kararı, alıcı ülkedeki ekonomik koşullarla yakından ilgilidir. Bu sebepten dolayı bu tür yatırımlar makro ekonomik dengeleri oturmuş, daha az risk taşıyan ülkelere yönelmektedir(Kaya, 1998:78).

Tablo 2. Dünyada Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri (1991–1996) – 2002

Yıllar	1991– 1996 (yıllık ortalama)	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dünya	254.326	481.911	686.028	1.079.083	1.392.957	823.825	651.188
Gelişmiş Ekonomiler	154.641	269.654	472.265	824.642	1.120.528	589.379	460.334
Doğu Avrupa	91.030	139.274	263.025	496.205	709.877	400.813	384.391
Avrupa Birliği	87.584	127.888	249.934	475.542	683.893	389.432	374.380
Avusturya	1 894	2 654	4 533	2 975	8 840	5 883	1 523
Belçika - Lüksemburg	10 777	11 998	22 691	119 693	88 739	88 203	..
Danimarka	2 374	2 801	7 730	16 700	32 772	11 486	5 953
Finlandiya	796	2 119	2 040	4 581	8 015	3 732	9 148
Fransa	18 444	23 174	30 984	46 545	43 250	55 190	51 505
Almanya	4 790	12 244	24 593	55 797	203 080	33 918	38 033
Yunanistan	1 058	984	85	571	1 089	1 589	50
İrlanda	1 469	2 712	8 579	18 500	26 447	15 681	19 033
İtalya	3 307	3 700	2 635	6 911	13 375	14 871	14 545
Hollanda	9 086	11 132	36 964	41 187	60 313	51 244	29 182
Portekiz	1 550	2 477	3 144	1 234	6 787	5 892	4 276
İspanya	9 512	7 697	11 797	15 758	37 523	28 005	21 193

Tablo 2. Dünyada Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri (1991–1996) – 2002 (Devam)							
İsveç	6 066	10 968	19 836	60 853	23 239	11 780	11 081
İngiltere	16 463	33 229	74 324	84 238	130 422	61 958	24 945
Diğer Batı Avrupa	3 446	11 386	13 091	20 662	25 984	11 381	10 011
Kuzey Amerika	53 406	114 925	197 243	308 118	380 764	172 787	50 625
Diğer Gelişmiş Ülkeler	10 205	15 455	11 997	20 319	29 887	15 778	25 319
Avustralya	6 238	7 657	6 015	2 924	13 071	4 006	13 978
İsrail	716	1 950	1 839	3 068	4 988	3 520	1 648
Japonya	890	3 225	3 192	12 742	8 323	6 243	9 326
Yeni Zelanda	2 361	2 624	951	1 586	3 505	2 009	367
Gelişmekte olan ülkeler	91. 502	193.224	191.284	229.295	246.057	209. 431	162. 145
Afrika	4 606	10 667	8 928	12 231	8 489	18 769	10 998
Kuzey Afrika	1 615	2 716	2 882	3 569	3 125	5 474	3 546
Diğer Afrika	2 992	7 951	6 046	8 663	5 364	13 295	7 452
Güney Amerika	14 982	48 228	52 424	70 346	57 248	39 693	25 836
Asya ve Pasifik	59 826	109 282	100 316	108 809	142 209	106 937	95 129
Asya	59 411	109 092	99 983	108 529	142 091	106 778	94 989
Batı Asya	2 228	5 918	6 893	754	1 523	5 211	2 341

Kaynak:<http://www.hazine.gov.tr/istatistikler> (23.11.2005)

Tablo 2’de dünyadaki doğrudan yabancı yatırım miktarları verilmektedir. Dünyadaki doğrudan yabancı yatırım miktarı 1991–1996 yıllarında aylık ortalama 254.326 iken 2001 yılında 823.825’e kadar yükselmiştir. Bu miktar gelişmiş ülkelerde 1991–1996 yıllarında 154.641 miktarında iken 2002 yılında 460.334’e yükselmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde ise 1991–1996 yıllarında 91. 502 olan yabancı yatırım miktarı 2001 yılında 209. 431’e yükselmiştir.

B) PORTFÖY YATIRIMLARI

Doğrudan yatırımlar dışında, tahvil dışsatımı ya da menkul kıymetler alım satımı portföy yatırımı olarak tanımlanmaktadır. Portföy yatırımları; ödemeler dengesi sermaye hareketleri içerisinde bulunmaktadır. Portföy yatırımları, varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki ana başlıktan oluşmaktadır. Varlıklar kısmında yurt içi yerleşiklerin dış piyasalardan menkul alım ve satımları gösterilmektedir. Varlıkların (-) bakiye vermesi dış piyasalardan alımların satımlardan fazla olduğunu, (+) bakiye vermesi ise satımların alımlardan fazla olduğunu göstermektedir. Yükümlülükler kısmında ise iki alt başlık yer almaktadır. Bunlardan birincisi bankalar, kamu sektörü ve diğer kurumların tahvil ihracı yoluyla borçlandığı miktarlar, diğeri ise yurt dışı yerleşiklerin yurt içi piyasalarda yapmış oldukları menkul kıymet alım satımlarıdır (Kar ve Kara, 2002:10).

Tablo 3. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Portföy Yatırımları (Milyar Dolar)

Yıllar	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
GOÜ	85,8	22,2	74,0	66,7	27,1	21,6	40,2
Asya	11,5	10,0	12,0	1,1	-19,6	-8,3	-2,9
Orta Doğu Avrupa	13,0	9,1	1,8	3,7	-8,6	6,5	6,2
Latin Amerika	60,9	1,7	37,9	36,2	39,7	12,0	23,6

Kaynak: [http:// www.tcmb.gov.tr/yayinlar/sureli](http://www.tcmb.gov.tr/yayinlar/sureli) yayınlar (28.03.2006).

Tablo 3’de 1994 yılından 2000 yılına kadar ki dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımları verilmektedir. Bu yatırımlar Latin Amerika ülkelerinde 1994 yılında 60,9 milyar dolar iken , Asya’da 11,5 milyar dolar, Orta doğu Avrupa da ise 13 milyar dolardır. Gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy yatırımları sonra ki yıllarda düşüş göstermiş, yaşanan krizlerden dolayı Asya’da ve Orta doğu Avrupa’da eksi değerlere düşmüştür.

C) DİĞER UZUN VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri kalemi portföy yatırımları içinde takip edilemeyen vadesi bir yıldan fazla yurt içi borçlanmaları borç geri ödemelerini ve borç vermelerini içerir. Kamu kesiminin kredi kullanımları, kredi mektuplu döviz tevdiat hesabı ve dünya finansal piyasalarından sağlanan diğer orta-uzun vadeli kredileri kapsar.

Uzun vadeli sermaye hareketleri bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin, uluslararası finans kuruluşlarından, yabancı hükümetlerden aldıkları kredileri ifade eder. Yatırım bankaları, IMF ve Dünya Bankası, bankaların oluşturduğu konsorsiyumlar ve diğer kuruluşlar bu tür fonların kaynağını oluşturmaktadırlar. Genellikle proje finansmanı ve makro ekonomik dengelerin düzeltilmesi amacıyla verilen bu krediler, verimli alanlarda kullanıldığı takdirde faydalı olabilmekte ve vadelerinin uzunluğu dolayısıyla istikrarsızlıklar yaratmayabilmektedirler (Kar ve Kara, 2002:9).

D) KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

Yurt içinde yerleşiklerle yurtdışında yerleşik ekonomik birimler arasındaki vadesi bir yıldan az olan borçlanmaları kapsar. Ödemeler dengesi sermaye hareketleri içerisinde yer alan kısa vadeli sermaye varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki bölümden oluşmaktadır. Varlıklar bölümünde dışarıya verilen krediler, yükümlülükler bölümünde ise, TCMB, ticari bankalar ve diğer sektörlerin işlemlerinden kaynaklanan kısa vadeli borçları yer almaktadır (Kepenek ve Yenitürk, 2000: 229).

Kısa vadeli sermaye; vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki uluslararası sermaye akımlarıdır. Kısa süreli sermaye yatırımlarının süresi 30,60 veya 90 gündür (Seyidoğlu, 1999:394).

IV. SERMAYE HAREKETLERİNİN SERBESTLEŞMESİNİN ÖN KOŞULLARI

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden önce birtakım düzenlemelerin yapılması gerekmektedir. Eğer bu düzenlemeler yapılmaz ise spekülatif sermaye hareketleri sonucunda serbest sermaye hesabı uygulaması engellenebilir. Bu sebeple sermaye hesabı konvertibilitesinden önce sağlanması gereken birtakım şartlar vardır. Bunları şu şekilde açıklamak mümkündür (Mathieson, vd. , 1993: 43).

Sermaye hesabının açık olabilmesi için temel olan makro ekonomik ön koşullardan bir tanesi mali reform yapılmasıdır. Bu mali reform ülkede her türlü mali açığı önemli bir şekilde azaltmalı, geri kalan açıkları ise enflasyonist olmayan bir şekilde karşılamalıdır. Ülkede mali açıklar para basılarak finanse edildiğinde, ülkede yerleşik olan kişiler enflasyon vergisinden kurtulabilmek için paralarını yurtdışına kaçırmaya yönelmektedirler. Bu sebepten mali açıkları para basarak finanse etmek yanlış bir davranıştır. Ayrıca mali açıkların devlet tahvili ve bonosu ile finanse edilmesi, iç ve dış borçların yükselmesine neden olmakta, bu da ülkenin kredibilitesini azaltmaktadır. Reform programını ve açık sermaye hesabını sürdürebilmek için güvenilirliğin sağlanması; öncelikle fiyat istikrarını ve sürekli büyümeyi sağlayacak bir finansal reformun yapılabilmesine bağlıdır.

Sermaye hesabının açık olabilmesinin ön koşullarından biri de ; iç ve dış finansal piyasa şartları arasındaki farkların minimize edilmesi gereklidir. Alınıp satılabilen finansal araçların faiz oranları, uluslararası finansal piyasadakiler ile karşılaştırması yapılabilir hale getirilebilmelidir. Ayrıca, aktif varlıkların fiyatlarının aşırı değiştiği dönemlerdeki etkilere dayanabilecek ve dış finansal kurumlar ile etkin olarak rekabet edebilecek şekilde ülkede finansal sistemin geliştirilmesi gerekir.

Sermaye hesabının açık olabilmesi için; ulusal finansal sistemin güvenilirliğinin ve sağlamlığının sağlanabilmesi gereklidir. Sermaye hesabının serbestleştirilmesi için, önce güçlü bir iç denetim yapısı oluşturulmalıdır. Çünkü sermaye kontrollerinin kaldırılmasından sonra, yurtiçi finansal piyasalara yeni finansal teknik ve araçlar, yeni fon kaynakları ve yeni iştirakçilerin girişi artacaktır. Bu tür yenilikler rekabetçi

baskıların artması ile verimli kazançlar sağlayacak bir taraftan da çok karmaşık risk unsurları getirecektir. Bunlarda finansal araçların fiyatlandırılmasını daha güçleştirecek, kredi akımlarında meydana gelen ani değişiklikler önceden görülmeyen riskleri de beraberinde getireceklerdir.

Sermaye hesabının açık olabilmesi için; fonların yurtdışına yönelmesine neden olacak vergilerden kaçınılması gereklidir. Sermaye hesabını açık hale getiren sanayileşmiş ülkelerin bu işleri yaparken elde etmiş oldukları tecrübeler şunu göstermektedir; finansal sistem üzerindeki yerel vergiler diğer ülkelerde uygulanan vergiler ile uyum sağlamadığı zaman sermaye kaçışları meydana gelmektedir. Eğer büyük ölçüde verginin harekete geçirdiği sermaye kaçışlarından kaçınılmak isteniyorsa, bu vergi uyumu sermaye kontrollerinin kaldırılmasından önce sağlanmalıdır.

Sermaye hesabının açık olabilmesinin diğer bir şartı; ücret veya fiyat esnekliklerini önleyen kısıtlamaların kaldırılması gerekmektedir. Aktif varlıkların fiyat değişkenliğinin yüksek olduğu dönemlerde, özellikle açık sermaye hesabına sahip olan ülkeler, ulusal ekonomilerini ve finansal yapılarını bu değişikliklerin etkilerine karşı korumak zorunda kalmışlardır. Bu tür aktif fiyat değişkenlikleri sonucunda yapılan düzenlemeler özellikle istihdam, üretim ve refah üzerinde olumsuz etkiler yapmakta, kurumsal düzenlemeler ile de ücret, fiyat ve faiz oranları ayarlanabilmektedir. ücret, fiyat ve faiz oranları ayarlamalarını engelleyen kısıtlamaların azaltılması yada kaldırılması ile bir ekonominin reel ve finansal şoklar karşısında daha kolay ayarlanabilmesinde önemli rol oynamaktadır.

V. SERMAYE HAREKETLERİNİN SERBESTLEŞMESİNİN NEDENLERİ VE ŞEKİLLERİ

Dünyada sermaye hareketlerinin serbestleşmesi 1980'li yıllarda birtakım gelişmelerle artmaya başlamıştır. 1980'li yıllarda gelişmekte olan ülkelerdeki yerleşik kişiler, yabancı fonların reel getirileri ile ulusal fonları karşılaştırmaya başlamıştır.

Bu dönemlerde finansal ürünlerde ve hizmetlerde meydana gelen gelişmelerden dolayı fonların sanayileşmiş ülke piyasalarında tutulmasını sağlamıştır. Ayrıca sanayileşmiş ülkelerin bankacılık sisteminin daha güven verici olması, daha az risk taşıyor olması da buna neden olmuştur.

1990'lı yılların başında ise sanayileşmiş ülkelerde faiz oranlarının düşmesi ve büyüme hızlarında meydana gelen yavaşlamalar sonucu sermaye bu ülkelere başka ülkelere kaymaya başlamıştır. Bütün bunların sonucunda gelişmekte olan ülkelere meydana gelen finansal yenilikler de artmaya başlamış ve sermaye bu ülkelere doğru yönelmeye başlamıştır.

Sermaye hareketlerinde meydana gelen önemli artış, büyük ölçüde kalkınmakta olan ülkelerin ekonomik yapısında meydana gelen gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Bu gelişmelerin sonucunda temel ekonomik göstergelerde düzelme meydana gelmiş, bu da bu ülkelerle ilgili beklentileri iyileşmesine neden olmuştur. Bazı ülkelerde büyük ölçekli özelleştirme faaliyetleri gerçekleşmiş, özkaynak piyasaları yabancılara açılmıştır. Bu ülkelerde faiz ve özkaynak kazançları sanayileşmiş ülkelere göre daha fazla olmuştur (Aslan,1997: 79).

Sermayenin serbestleşme şekillerini üç kısımda incelemek mümkündür: Bunlardan ilki; gittiği ülkede fiziksel yatırım yapan istihdamı ve üretim kapasitesinin genişleten dolaysız yabancı sermayedir. Çok uluslulaşma yolu ile şirketlerin dış ülkelere dolaysız yatırım yapmaları çoğunlukla makine donanım, gayri maddi haklar, teknik bilgi biçiminde olmaktadır (Kazgan, 2000:161).

İkincisi akışkan fonlar halinde mali piyasalar arasında hareket eden kısa vadeli parasal sermayedir. Artık sermaye hareketlerinin serbestleşmesinde önemli rolü ülkelerin sermaye piyasaları oynamaktadır. 1980 sonrasında parasal biçimdeki sermaye özel-kamusal tahvillere, hisse senetlerine yönelmiştir. Bu nedenle portföyle yatırımlarında artış gözlenmektedir. 1990 yılında 23.4 milyar dolar olan portföyle yatırımları, 1995 yılında 81.6 milyar dolar olmuştur. Bunun %73'ü tahvil ve bonolara, %27'si hisse senetlerine aittir . Yatırımların çoğu; Arjantin, Brezilya, Meksika, G. Kore ve Türkiye'ye gitmiştir. Bu ülkeler kamu açıklarını iç borçlanma ile karşılamaktadır. Bu da faiz hadlerini arttırmaktadır. Bu sebepten sermaye bu ülkelere faiz arbitrajından kar elde etmek amacı ile gelmektedir (Kazgan, 2000:181).

Üçüncüsü özelleştirilen KİT'leri satın almak ya da borsada özel/tüzel şirketlerin en az %51 hissesini kazanarak getirdiği parasal fonları üretime yönlendireceği varsayılan dolaysız yatırımlardır (Kazgan, 1997:120).

Özelleştirme gelişmiş ülkelerde, serbest piyasa ekonomisinin gerekli kıldığı rekabet koşullarının eşitlenmesi, devlet müdahalesini ve desteklerini en aza indirmek amacı ile yapılmaktadır. Bu sayede yerli sermayenin karlılığı ve ekonominin dış rekabet gücü arttırılmaya çalışılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise 1980'li yıllardaki dış borç krizlerinden sonra, borç faizlerinin ödenememesi nedeni ile kamu şirketleri hisseleri borç ana paraları karşılığında satılmak zorunda kalmıştır. Günümüzde de bazen blok olarak bazen hisseler olarak kamu girişimlerinin satışı aynı amaca hizmet etmektedir. Bu şekilde gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ülkelere özelleştirme yolu ile önemli miktarda sermaye girişi olmaktadır (Kazgan, 1997: 146).

VI. SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Sermaye giriş ve çıkışları sonucunda ülke ekonomilerinde değişik etkiler meydana gelmektedir. Bir ülkeye sermaye girişi o ülke ekonomisinin fiziki büyüklükleri ve reel gelişimi üzerinde etkili olur. Bunun yanı sıra sermaye girişleri; ekonomilerin dışa açıldığı, kambiyo ve finans denetimlerinin olmadığı ayrıca serbest kur politikası uygulayan ülkelerde reel etkilerin yanı sıra finansal alanda da etkili olmakta ve çok farklı sonuçlara sebep olmaktadır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:31)

Ülkeye sermaye girişi ülkenin kendi tasarruflarından daha fazla harcama yapabilmesine ayrıca yatırım yapabilmesine imkân verir. Sermaye girişleri ekonominin daha hızlı büyümesine sebep olur. Büyümenin hızlanması, kaynak kullanımının genişlemesinden dolayı ülkede yatırım oranlarını yükseltmektedir. Sonuçta üretim ve gelir artışı sağlanmaktadır. Bu artış ülkenin kendi olanaklarıyla elde edebileceği artıştan daha fazla olmaktadır. Ayrıca bu etkiden dolayı ekonominin istihdam düzeyinde artış meydana gelmektedir. İhracattan elde edilen kazançların dışında sermaye girişi ile elde edilen kaynaklarla, yatırım mali kullanımı artmakta ayrıca kapasite genişlemesi sağlanmakta, bir taraftan da tüketim harcamaları yeniden düzenlenmektedir (Berksoy ve Saltoğlu 1998:33).

A) SERMAYE HAREKETLERİNİN FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Sermaye girişlerinin ülke ekonomisi üzerinde etkilerinden birisi finansal piyasalar üzerinde olmaktadır. Sermaye girişleri finansal piyasalarda yoğunlaşmaya neden olmaktadır. Şayet finans piyasaları yeterince derinleşmemiş ise, fazla miktarda ekonomiye fon girişi ekonomide olumsuz etkiler yaratır. Ülkeye giren fonlar etkin kullanılmazsa, verimli yatırımlara yönlendirilmezse geri ödeme sürecinde iflaslar meydana gelir. Bu fonlar spekülâtif nitelikte olduğu zaman finansal krizlere ortam yaratır. Ülkenin para ve sermaye piyasalarının işleyişi sermaye hareketlerinin ekonomiyi etkilemesinde iyi ya da kötü bir etkidir. Ülke iyi işleyen sermaye

piyasasına sahip ise kaynakların daha iyi kullanılmasını sağlar. Sermaye piyasalarında beklentilerin önemli bir yeri vardır. Fiyatların yükseleceği bekleniyor ise kur değerleri yükselince sermaye girişi meydana gelir. Fiyatların düşeceği beklentisi var ise sermaye çıkışı meydana gelir. Bunu sonucu parasal hacmin daralmasıyla birlikte finansal krize kadar gidebilir (Kaya, 1998:40).

B) SERMAYE HAREKETLERİNİN CARİ İŞLEMLER DENGESİ VE ÖDEMELER BİLANÇOSU ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Sermaye girişi, özel yada kamu sektörünün belirli bir dönemde uluslararası borçlarında artışı ifade eder. Bir başka ifade ile ödemeler bilançosundaki hesabının fazla vermesi söz konusu olmaktadır (Calvo, Leiderman, Reinhart, 1994:2).

Cari işlemler açığının sürdürülebilir olması tüm ekonomiler için önem taşıyan bir konudur. Cari işlemler açığı / GSMH oranı, ülkelerarası karşılaştırmalar için kullanılan temel göstergelerden biridir. Bu oranın birden bire artış göstermesi, özellikle yurtiçindeki tüketimlerden kaynaklanan bir artış ise; ülkelerin risk primini arttırmakta ve gelecekteki sermaye girişleri için ülkenin şansını azaltmaktadır. Bu bağlamda tüketimi pompalayan, spekülasyon nitelikli cari açıklar istikrarsızlık nedeni olmaktadır. Cari işlemler açığının finansman kompozisyonu incelendiğinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin payının artması, bu girişler ani çıkışa dönüşebileceğinden dolayı risk faktörü olarak değerlendirilmekte ve açığın sürdürülebilirliği üzerinde kuşku yaratmaktadır (Kaya, 1998:43).

Sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin sonucunda gelişmekte olan ülkelerin rezervlerinin bileşiminde önemli ölçüde değişim meydana gelmiştir. Bu değişim daha çok bu ülkelerin aleyhine olmuştur. Sermaye hareketleri sonucunda gelişmekte olan ülkelerde cari açık artmıştır. Bu da tasarruf oranlarını azaltmıştır. Sonuç olarak bu ülkelerde özel tüketim artışı ülkenin ithal mal tüketiminin artmasına neden olmuştur. Sermaye girmiş olduğu ülkelerde likiditeyi arttırmaktadır. Sermaye girişi olan gelişmekte olan ülkelerde para arzı reel ve nominal olarak artış göstermektedir. Sermaye hareketlerinin sonucunda bazı piyasalarda malların değeri çok

artmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin gayrimenkul ve hisse senedi fiyatlarında meydana gelen aşırı yükselme, daha sonra bu etkinin ani ortadan kalkışı, bu ülkelerde finansal krizlere neden olmuştur (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:38).

Cari işlemler dengesindeki açıkları finanse etmede sermaye hareketlerinin etkisi önemli bir konudur. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri yolu ile ülkeler cari işlemler dengesinde ki açıkları finanse yoluna gitmişlerdir. Bu yöntem kısa dönemde etkin bir yöntem olsa da, uzun dönemde uygulanmaya devam edilmesi geleceğe dönük önemli bir sinyaldir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, kamu açıklarının finansmanının kısa vadeli sermaye girişleri ile sağlanması bir noktadan sonra cari işlemler açığının sürdürülemez hale gelmesine neden olmaktadır.

C) SERMAYE HAREKETLERİNİN DÖVİZ KURU ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Ulusal ekonomilerin dünyada meydana gelen gelişmelerden ve değişimlerden etkilenmesi daha çok döviz piyasalarında hassaslıkta kendini göstermektedir. Uluslararası faiz farklılıklarının meydana getirdiği etkileşim finansal piyasalar aracılığı ile ülke ekonomisini etkilemekte ve bu da döviz piyasası, döviz kuru üzerinde etkiler meydana getirmektedir.

Sermaye girişlerinin sonucunda ülkede likidite artar. Bu da ülkede nominal faiz oranlarını düşmesine neden olmaktadır. Bunun sonucunda yurt içi harcamalar artar. Harcamalar dış ticarete konu olan mallara yönelmekte ve dış ticaret açığını arttırmakta, bu da sermaye girişlerinin sürmesini sağlamaktadır. Harcamalar dış ticarete konu olmayan mallara yöneliyor ise bu tür malların talepleri artar. Sonuçta bu malların göreceli fiyatları artar yani reel kur değer kazanır. Dış ticarete konu olan mallardaki talep artışı ithalatla karşılanır. Dış ticarete konu olamayan mallardaki talep artışı yerli üretimle karşılanır. Dış ticarete konu olamayan, talebi yerli üretimle karşılanan malların üretim sektörlerinin ekonomideki payı büyürken, dış ticarete konu olan sektörlerin payı küçülür ve ticaret açığı artar. Esnek kur sisteminde reel kurun değer kazanması, sabit kur sisteminde ise nominal kurun değer kazanması dış ticarete konu olmayan mal fiyatlarındaki artışla olur (Kaya, 1998:33).

D) SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK İSTİKRAR VE ULUSAL MAKRO EKONOMİ POLİTİKALARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Borçlanmanın maliyetinin azalmasıyla yani uluslararası faizlerde meydana gelen düşüşle bir faiz farklılaşması olması sonucu artan sermaye girişi ulusal ekonomide dengeleri etkileyerek istikrarsızlığa neden olmaktadır. Ülkeye giren sermayenin likiditeyi arttırmasıyla ülke içinde üretilen malların fiyatları atmakta ve bu süreç enflasyonu körüklerken, ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açmakta ve ülkeyi sürekli tekrarlanan bir istikrarsızlık döngüsüne sürüklemektedir. Sermaye girişi ülkedeki karar birimlerinin uygulayacakları politikaları da etkilemektedir. Örneğin ülkede istikrar politikası uygulanıyor ise bunun için döviz kuru çıpa olarak seçilmiş ise sermaye girişleri sonucu artan para arzı uygulanan bu politikanın kontrol edilmesinde sorun çıkartır. Sermaye girişlerinin ekonomide yerli paranın aşırı değerlenmesinin etkilerini azaltmak amacı ile birtakım işlemler yapılmaktadır. Ülkede merkez bankası bu para arzını daraltmak amacı ile birtakım para politikaları uygulayarak ekonomiden döviz çekip, ulusal para sürerler. Tabi bu tür para politikaları sonucunda faiz farkları daha da açılabilir. Bu da ekonomiyi yeni bir istikrarsızlığa sürükler (Kaya, 1998:35).

Dolaylı sermaye yatırımlarının seyri ile ilgili olarak öne çıkarılan konulardan biri de 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin artan kısa vadeli borçlarıdır. Kısa vadeli borçlar içerisinde özel sektörün, özellikle finansal kurumların payı önemli miktarda artış göstermiştir. Örneğin güneydoğu Asya krizinde özel sektörün uluslararası piyasalardan yaptıkları kısa vadeli borçlar, temel nedenlerden biri olarak sayılabilmektedir. Bu konuda 1986-1998 yıllarını ve 33 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan bir çalışmada, söz konusu ülkelerde olumsuz bir ekonomik gelişme olduğunda kısa vadeli borçlardaki azalmanın, pozitif bir ekonomik durumun varlığında bu ülkelere açılan kısa vadeli borç miktarına göre iki kat daha hızlı azaldığını ortaya koymaktadır. Yani uluslararası kısa vadeli yabancı sermaye olumsuz ekonomik gelişmelere çok daha hızlı bir biçimde tepki vermektedir. Dolayısı ile böyle bir durum gelişmekte olan ülkeler bakımından bir vade sorununun ortaya çıkmasına ve eğer sabit kur uygulaması da söz konusu ise kur riskinin de oluşmasına yol açmaktadır (Dadush, Dasgupta, Ratha, 2000:55). Kısa vadeli sermayenin bu denli hassas olması ülkedeki birtakım olumsuz

ekonomik gelişmeleri daha da körüklemekte ve sonucunda ülkeleri krizlere kadar götürebilmektedir.

Sermaye girişlerindeki artış, finansal serbestleşme sürecini tamamlayan gelişmekte olan ülkelerde gözlemlenen ortak bir özellik olmaktadır. İktisadi kalkınma sürecinde, kaynak ihtiyacı duyan bu ülkeler için sermaye girişi oldukça önemli bir konu olmaktadır. Bu sermaye girişlerinin etkileri; rezervlerin artması, yatırımlar için yeni kaynakların sağlanması, para arzında artış, reel döviz kurlarındaki değerlenme, tüketimde artış olarak sayılabilmektedir. Ancak bu etkiler ile hükümetlerin izledikleri politikalar arasında da bir uyumsuzluğun ortaya çıkması söz konusu olmaktadır. Fakat bu uyumsuzluğu gidermede, ulusal makro politikaları uygulanması da, uluslararası mali piyasalarla bütünleşen ülkelerde oldukça zor bir hale gelmektedir (Schadler, 1994: 20).

VII. SERMAYE HAREKETLERİ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

Gelişmiş olan ülkelere nazaran ekonomik yönden geri kalmış ülkelerin bu geri kalmışlıktan biran önce kurtulabilmeleri, yatırımlarında artış sağlayarak mümkün olabilmektedir. Yatırımlar ülke içi veya ülke dışı tasarruflar yoluyla arttırılabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde yurt içindeki tasarruf miktarı, ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmeye yönelik yatırımları finanse etmeye yeterli bulunmamaktadır. Dolayısı ile bu durum bir kısır döngü oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin bu kısır döngüden kurtulabilmeleri ancak ülkelerinin içinde bulunduğu bu sermaye yetersizliğini aşabilmeleri ile mümkün olabilmektedir. Yurt içi tasarruflar yetersiz olduğu zaman, yapılabilecek tek şey dışarıdan ülkeye sermaye transferi sağlayabilmektir. Bu sayede gelişmekte olan ülkelerin tasarruflarının ekonomik gelişme için yatırımlarına yetmemesi yani sermaye yetersizliği sorunu çözüme kavuşabilmektedir (Karluk,1983:197).

Sermaye hareketlerinin yüksek olduğu ülkelerde ülke içi tasarrufların yatırımlara yetmemesi sorunu daha kolay çözüme kavuşabilmektedir. Çünkü bu ülkelerde yurt içi yatırımlar ile yurt içi tasarruflar birbirine sıkı şekilde bağlı değildirler. Yatırımlar için ihtiyaç olan finansman dış kredilerle sağlanabilmektedir.

1980’li yıllardan bu yana gelişmekte olan ülkelere yoğun bir şekilde sermaye akımı olmuştur. Bunlar daha çok tahvil, özkaynak, mevduat sertifikası ve finansman bonusu gibi kısa vadeli yatırımlar olmuştur.

Sermaye hareketlerinin üzerindeki kontrollerin kaldırılması sermaye akımlarını beraberinde getirmektedir. Meksika, Yeni Zelanda ve İngiltere yapısal reform programlarının önemli bir parçası olan sermaye kontrollerini kaldırmıştır. Bu ülkeleri sermaye hesabı konvertibilitesini, sürdüren başarılı ülkelere örnek olarak göstermek mümkündür. Bunun yanı sıra Arjantin, Çin, Uruguay ...gibi bazı ülkeler, 1970’li yıllarda, açık sermaye hesabı uygulamış fakat başarısız olmuştur(Aslan, 1997: 64).

A) SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELMESİNİN NEDENLERİ

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişlerinin nedenlerini; uluslararası faiz oranlarında düşmeler ve ulusal faiz oranlarının artması, finansal alanda uygulanan serbestleşme politikaları, makro değişkenlerdeki ve bütçedeki durum olarak özetlemek mümkündür (Calvo, Leiderman ve Reinhart, 1994:3-4).

1990’lı yılların başından itibaren uluslararası sermaye akımları gelişmekte olan ülkelere yönelmektedir. Bunun nedenleri konusunda çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmaları ve anlatılanları şöyle açıklayabiliriz:

ABD kaynaklı sermaye hareketlerinin temel sebebi; gelişmekte olan ülke borsalarında sunulan yüksek getirilere sahip olmaktır. Ancak ABD fonları bu yüksek getirilerden çok fazla yararlanamamıştır (Both ve Tesar ,1996:77-81)

Bu çalışmalardan diğeri; sermaye hareketlerinin nedenlerini içsel nedenler ve dışsal nedenler olmak üzere ikiye ayırmaktadırlar. İçsel nedenler arasında ülkelerin yabancı sermayeye açıklık derecesi, kredi alabilirlik derecesi, kullanılan hammadde ve çalışan işçi fiyatlarının düşüklüğü, sayılmakta. Dışsal faktörler arasında ise ABD faiz oranlarının düşmesi ve ekonomik büyüme oranlarının yavaşlamasını saymak mümkündür (Taylor ve Sarno, 1997:451-471).

Tablo 4’de Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin miktarı verilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde 1997 ve 1998 yıllarında ardı ardına ortaya çıkan finansal krizlerin ardından bu piyasalara duyulan güven önemli ölçüde azalmış, ve bu ülkelere gelişmiş ülkelere doğru sermaye çıkışları başlamıştır. 1999 yılında gelişen ülkelere giren sermaye akımına bakıldığında, 1998 yılı sonundan itibaren bu ülkelere tekrar sermaye girişlerinin başladığı, fakat sermaye girişinin kriz öncesi dönemin önemli ölçüde gerisinde kaldığı gözlenmektedir (T.C. Merkez Bankası web sayfası).

Tablo 4. Gelişmekte Olan Ülkelere Net Sermaye Akımları (Milyar Dolar)

Yıllar	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
GOÜ							
Doğrudan Yat.	76,3	86,3	113,5	142,6	132,4	118,5	128,4
Portföy	85,8	22,2	74,0	66,7	27,1	21,6	40,2
Diğer	-28,6	38,8	26,4	-60,5	-93,3	-71,8	-50,1
Resmi	9,9	31,9	-17,9	24,4	43,6	9,4	-2,4
Asya							
Doğrudan Yat.	44,4	51,0	54,2	61,2	56,6	41,6	43,1
Portföy	11,5	10,0	12,0	1,1	-19,6	-8,3	-2,9
Diğer	9,0	30,8	36,0	59,1	-81,2	62,8	43,5
Resmi	5,6	5,1	-0,5	30,0	27,5	-0,4	2,3
Orta Doğu Avrupa							
Doğrudan Yat.	3,7	5,1	2,0	2,8	2,6	3,8	9,5
Portföy	13,0	9,1	1,8	3,7	-8,6	6,5	6,2
Diğer	-3,6	-7,1	2,6	10,4	16,3	7,1	-4,7
Resmi	-1,0	-1,1	-1,1	-0,8	-1,1	-1,7	-2,0
Latin Amerika							
Doğrudan Yat.	24,8	26,0	38,9	51,3	48,1	42,8	43,1
Portföy	60,9	1,7	37,9	36,2	39,7	12,0	23,6
Diğer	-38,7	10,4	2,9	-1,4	-14,0	-7,7	-4,0
Resmi	76,3	86,3	-14,1	-8,4	4,1	4,8	-0,1

Kaynak: [http:// www.tcmb.gov.tr/yayinlar/sureli](http://www.tcmb.gov.tr/yayinlar/sureli) yayınlar (28.03.2006).

Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye girişlerinde dış dünya koşullarının etkili olduğunu savunan diğer araştırmacılara göre; bu faktörlere itekleyici faktörler de denilmektedir(Calvo, Leiderman, Reinhart , 1993:108-151). Bunlar şu şekilde açıklanabilir:

Ulaşım, teknoloji, haberleşme gibi alanlarda yenilikler meydana gelmiştir. Bunlar da maliyetlerin düşmesini sağlamış, bu sayede sermayenin daha rahat hareket etmesine imkan tanınmıştır.

Gelişmiş ülkelerdeki yatırımcıların sağlamış olduğu kazançların artması sonucu, sermayenin gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olmuştur. Gelişmiş ülkelerdeki ekonomik hareketlerin azalması sonucunda burada kar sağlamanın zorlaşması ayrıca bu ülkelerdeki faiz oranlarının düşüklüğü, sermayenin gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ülkelere kaymasına neden olmuştur.

Gelişmiş ülkelerde son yıllarda meydana gelen finansal serbestleşmeyle birlikte, bu ülkelerde sermaye piyasaları gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere açılmıştır. Bu da sermayenin bu ülkelere yönelmesine neden olmuştur.

Sermaye girişleri giriş yapılacak ekonominin yapısına bağlıdır diyen görüşe göre; bu faktörlere çekici faktörler denilmektedir. Bunlar şu şekilde açıklanabilir (Corbo ve Hernandez ,1994: 358-382):

Uluslararası sermayeyi gelişmekte olan ülkelere yönelten önemli faktörlerden biri bu ülkelerin sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırması ve finansal serbestleşme doğrultusunda ekonomilerinde düzenlemeler yapmalarıdır.

Bir ülkenin yabancı sermayeyi çekebilmesi için ülke ekonomisinin istikrarlı olması çok önemlidir. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik istikrar sağlayabilmeleri, enflasyon oranlarının düşmesi kamu açıklarının azaltılması, büyüme oranlarının artması gibi makro ekonomik göstergelerindeki iyileşmelerle mümkündür. Ancak bu sayede sermaye bu ülkelere yönelebilir.

Gelişmekte olan ülkeler ihracatlarında artış sağlamışlardır. Bu da uluslararası piyasalarda gelişmekte olan ülkelerin güvenilirliğini arttırmış ve sermayenin bu ülkelere yönelmesine sebep olmuştur.

B) SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERE YÖNELMESİNİN SONUÇLARI

1970’li yıllarda gelişmekte olan ülkelerde borçlanma yolu ile sermaye ithali önemli rakamlara ulaşmıştır. Bu sayede gelişmekte olan ülkeler 1973-1980 dönemi arasında ortalama %4,6 arasında bir büyüme oranı yakalamışlardır. Ancak aynı dönemde bu ülkelerin borç miktarı 5 katı oranında artış göstermiştir. 1971 yılında 100 milyar dolar olan gelişmekte olan ülke borç miktarı, 1980 yılında 474 milyar dolara yükselmiştir. Bu dönemde uluslararası finans piyasalarının hızla gelişimi borçlanma olanağını kolaylaştırmıştır. Özellikle petrol üreticisi ülkelerin gelirlerinin bir kısmını bu piyasalarda değerlendirmeleri piyasa hacmini arttırmış ve kredi mekanizmasının işleminde ve kredilerin verilmesinde ticari bankaların önemi oldukça artmıştır. Bu bankaların uluslararası işlemlerden sağladığı kar %70’lere kadar çıkış göstermiştir (Başkaya, 1986a: 35-44).

Ancak alınan bu borçların sonucunda geri ödeyememe sorunu ortaya çıkmıştır. Borçları geri ödenememesinde birtakım nedenler önemli rol oynamıştır. 1979 yılından sonra yeni ekonomi politikalarının gündeme gelmesi, ihracat gelirlerinin dış ticaret hadlerinin gelişmekte olan ülkeler aleyhine gelişmesi sonucu azalması, ikinci petrol şoku, sanayileşmiş ülkelerdeki faiz hadlerinin yükselmesi, sermaye kaçıışı ve alınan kaynakların gelişmekte olan ülkeler tarafından verimli kullanılmaması bu ülkelerin borçlarını ödeyebilme imkanlarını kısıtlamıştır (Başkaya, 1986a:53).

Gelişmekte olan ülkelerin bu süreçte yaptıkları borçlanmanın temel amacı ekonomik kalkınmayı gerçekleştirebilmek için kaynak sağlayabilmektir. Fakat gelişmekte olan ülkelerin dış borçlarının artması kalkınma amacı ile çelişir bir noktaya gelmektedir. Çünkü bu ülkeler borçlarını ödeyebilmek amacı ile birçok faktörü göz ardı ederek sadece gelir yaratan faaliyetlere öncelik vermekte ve ihracatında elde ettiği gelirleri borçların ödenmesinde kullanmaktadır. Dolayısı ile borç miktarının düzeyi oldukça önemlidir. Bu konuda 1968-1998 yıllarını ve 100 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmada, dış borçlar ve büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın

sonucuna göre; belli bir noktaya kadar dış borçlar ülkelerin büyümesine olumlu katkı sağlıyor, fakat bu noktadan sonra büyüme üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkmaya başlıyor. Bu negatif etki ise borçların net değerinin ihracata oranı %160-%170'i geçmeye başladığında ortaya çıkmaya başlıyor. Bu oranın bir başka ifadesi ise dış borçların GSMH'nın %35-40'ı arasında olması kalkınma için büyük çaba sarf eden ülkelerin büyümelerine negatif etkinin ortaya çıktığı bir durumu ifade etmektedir. Çalışmanın diğer önemli sonucu ise borçların kullanım şeklinin ülkeleri, kullanım şekillerine bağlı olarak etkilemesidir (Pattilo, Poirson ve Ricci, 2002:32-34).

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE KRİZLER

Bu bölümde öncelikle uluslararası kısa vadeli sermaye hareketleri tanımlanacak ve çeşitli düşünürlere göre sınıflandırılmasından bahsedilecektir. Daha sonra uluslararası kısa vadeli sermaye hareketlerinin kapsamı, akışkanlığı ve istatistiksel özelliklerinden bahsedilecektir. En son olarak uluslararası kısa vadeli sermaye hareketlerinin sınırlandırılmasından bahsedilecektir.

I. ULUSLARARASI KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI

Her an kullanılabilir durumda olan ve bir gelir karşılığında başkalarına devredilmeye hazır bulunan fonlara mali kaynak adı verilir. Mali kaynakların fon sahiplerinden fon talep edenlere aktarılması ile ilgili işlemlere mali işlem denilmektedir. Bir mali işlemde fon arz ve talep edenlerle, fonların devrini sağlayan aracı kurumlar olmak üzere üç taraf vardır. Bu üçünü birden kapsayan piyasalar mali piyasalardır. Buna göre mali piyasalar vadeleri açısından kısa vadeli veya uzun vadeli olarak sınıflandırılabilirler. Kısa vadeli piyasalar fonların bir yıldan daha kısa vadeli olarak arz ve talep edildiği piyasalardır. Bunlara para piyasaları denir. Bu piyasaların temel aracı kurumları ticari bankalardır. Hazine ve finansman şirketleri de öteki aracı kurumlar arasındadır (Seyidoğlu, 1999: 480).

Uluslararası sermaye akımları, bir ülkede yerleşik bir kişinin başka bir ülkedeki yerleşik kişiye fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile ortaya çıkmaktadır (Uzunoğlu vd. , 1995: 34). Bu akımlar, bir yıldan kısa vadeli olarak gerçekleştiği zaman kısa vadeli sermaye hareketleri adını almaktadır.

Kısa vadeli sermaye akımları para piyasalarının aracı kurumları; ticari bankalar, hazine ve finansman şirketleri sayesinde; hazine bonosu, kısa vadeli banka mevduat hesapları, ticari bonolar, mevduat sertifikaları, prefinansman kredileri, bankaların ve

kuruluşların yurtdışından sağladıkları döviz kredileri, finansman bonoları, ihracatçı ülkedeki ihracat bankasının ithalatçıya açtığı krediler şeklinde ülkeye gelmektedir.

Faiz arbitrajı, farklı ulusal paraların kısa süreli yatırımlarının gelirleri arasındaki farklılıklardan yararlanmak amacıyla yapılan arbitraj işlemidir. Kısa vadeli mali araçlar arasında banka mevduat hesabı, mali fonlar, hazine bonusu ve ticari firmaların çıkardıkları finansman bonusu yer almaktadır. Bunlar çoğunlukla bir yıldan daha kısa vadeli olmakla birlikte, genellikle 30, 60, 90 gün biçimindedir. Tasarruflular, mali araçlara yatırım yaparak bu araçların sağladıkları faiz gelirlerinden yararlanma arzusundadırlar. Bu finansman araçlarını piyasaya süren kuruluşlar da fon ihtiyaçlarını en düşük faizle sağlamak isterler. Kısa vadeli yatırım yapmak isteyen kişiler veya kurumlar, ellerindeki sermaye fonlarını, yerli ve yabancı piyasaları gözden geçirip araştırdıktan sonra, yatırımlarını en fazla getirisi olan araçlara yaparlar. Yatırımcılar, kabul edilecek bir risk düzeyinde, en yüksek faiz getirisi sağlayan yatırım araçlarına yer verirler (Seyidoğlu,1999:344).

Kısa vadeli sermaye hareketleri, faiz farkının oluşturduğu arbitraj imkanını değerlendirmek amacı ile gerçekleştirilir. Geri dönüş kabiliyeti yüksek hareketlerdir. Kısa vadeli sermaye hareketleri ile uzun vadeli sermaye hareketleri arasındaki en önemli farklılık; kısa vadeli sermaye hareketlerinin spekülasyon amaçlı, kalıcılığı düşük yani geriye dönüş kabiliyeti yüksek olan sıcak para olması, uzun vadeli sermaye hareketlerinin ise; istikrarlı ve ekonomik temellere göre hareket eden soğuk para olmasıdır. Ancak bazen uzun vadeli sermaye hareketleri kısa vadeli sermaye hareketleri gibi değişken olabilmektedir. Yapılan ampirik çalışmalar bazı ülkeler için bu değişkenliğin olduğunu göstermektedir (Claessens vd., 1995:153-174).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin nedenlerinden biri faiz oranlarındaki farklılıklardır. Faiz oranları yükseldiği zaman sermaye bol olduğu ülkeden kıt olduğu ülkeye doğru kayar. Böylece yüksek faiz avantajından yararlanılmış olur. Bir diğer neden ise ödemeler dengesini oluşturan cari işlemler dengesinin açık veya fazla vermesi durumunda, döviz kurunda veya faiz oranlarında ortaya çıkan değişimlerdir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerini kolaylaştıran ve arttıran ana nedenler, yurt içi menkul kıymetlerin faiz oranlarındaki ani ve aşırı artışlar, döviz kurlarına ait kısıtlamaların kaldırılması ve döviz kurlarında (yabancı paranın fiyatı açısından) beklenen ya da gerçekleşen önemli değişiklikler olabilir (Mc Kinnon, 1973:161).

Sıkı para-kredi politikasının uygulandığı ülkelerde yükselen faiz oranları, yabancı portföy sahiplerinin yurt içinde ihraç edilen yüksek getirili menkul kıymetlere yatırım yapmasını teşvik ederek, kısa vadeli sermaye akımlarının yer değiştirmesinde etkili olmaktadır (Aslan, 1995: 47).

II. ULUSLARARASI KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN SINIFLANDIRILMASI

Uluslararası sermaye hareketlerini Charles P. Kindleberger, İversen, Mc Kinnon ve Guth çeşitli şekillerde sınıflandırmışlardır. Bu sınıflandırmaları şu şekilde sıralamak mümkündür:

Charles P. Kindleberger, uluslararası kısa vadeli sermaye hareketlerini dört bölüme ayırmaktadır. Bunlar dengeleyici sermaye hareketleri, spekülative sermaye hareketleri, gelire dayalı sermaye hareketleri ve otonom sermaye hareketleridir (Charles P. Kindleberger , 1965: 7-10).

Dengeleyici sermaye hareketleri, doğrudan doğruya ödemeler bilânçosu kalemindeki değişimlerden kaynaklanmaktadır. Bilânçoadaki ticaret kredileri azaltılarak yada arttırılarak kısa vadeli sermaye hareketleri yaratılır.

Spekülative sermaye hareketleri, döviz kuru fiyatlarında beklenen ya da gerçekleşen değişimlerden kaynaklanmaktadır. Bu tür işlemlerin gerçek amacı kur riskinden yararlanmaktır. Bu şekilde oluşan sermaye hareketleri kur riskine karşı korunmuş değildir. Sermayenin spekülative hareketliliğinde, sermaye hareketleri tamamıyla spekülâtörler tarafından yönetilmektedir.

Gelire dayalı sermaye hareketleri, yabancı bir para piyasasında yurtiçi para piyasasında kazanılabilecek olandan daha çok gelir elde edilebileceği düşüncesi ile oluşmaktadır. Bu tür sermaye hareketleri iki şekilde gerçekleşmektedir.

i. Fonlar, mevduat, döviz... vb. şekillerde yatırım amacı ile bir merkezden diğerine kayabilir. Spekülasyonun geçerli olmadığı durumlarda, örneğin vadeli döviz piyasalarında, sermaye genellikle düşük faiz oranlarının olduğu para piyasalarından, yüksek faiz oranlarının geçerli olduğu para piyasalarına kayar. Ancak, eğer bir ülkenin ulusal parası aşırı derecede değersiz ve istikrarsız ise, faiz oranlara ne kadar yüksek olsa da kısa vadeli sermayeyi ülkesine çekmekte zorluk yaşayacaktır. Hatta sermayenin yurt dışına kaçması bile söz konusu olabilir.

ii. İkinci bir yolu ise; çeşitli ülkelerin menkul kıymetler piyasalarındaki fon hareketi, gelir işlemleri kategorisinde gerçekleşmektedir. Kur riski bazen karşılanır. Sermaye akımı da faiz oranlarının düşük olduğu piyasadan, faiz oranlarının yüksek olduğu piyasaya doğru gerçekleşmek zorunda değildir. Sürükleyici kuvvet sermayenin değer kazanması olgusudur. Bu tür sermaye hareketlerinin spekülatif sermaye hareketlerine benzetilmesinin nedeni, belli bir döviz kurunun alınmamasıdır.

Otonom sermaye hareketleri, sermayenin güvenliği açısından oluşan korkuya tepki olarak meydana gelen uluslararası sermaye hareketleridir. Bu tür sermaye hareketleri, sermaye kaçışı ya da kara para hareketi olarak adlandırılmaktadır. Otonom sermaye, vadeli döviz kuru piyasasında işlem görür, fonlardan yüksek getiri sağlanır; ancak, kurların pozisyonu dikkate alınmaz. Otonom sermaye hareketlerinin aslında, döviz kurlarındaki değişimlerin avantajından yararlanarak kar elde etme şeklinde belirlenen spekülatif sermaye hareketlerinden pek farkı yoktur. Sadece, işlemler borç alınan fonlarla değil, çoğunlukla anapara ile yürütülür (Kindleberger, 1965:7–10).

Kindleberger, kısa vadeli sermaye hareketlerinin gerçekleşebileceği kredi enstrümanlarını üç sınıfa ayırmaktadır: Yabancı para, yabancı döviz, yabancı yatırımlar (Kindleberger 1965: 13-15):

Yabancı para, sahibi söz konusu ülkenin dışında bulunan nakit ve büyük ölçüde banka mevduatlarından oluşmaktadır.

Yabancı döviz, tüccarlar yada bankalar tarafından çekilebilen, ödenebilirlikleri bulunan ülkelerin dışında yaratılan ve tutulan bütün döviz çekleri, senetleri, tahvilleridir.

Yabancı yatırımlar, faiz getiren aktiflere dayanmaktadır. Ticari kâğıtlar, hisse senetleri, devlet tahvilleri bunların arasındadır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu şekilde ayrımı, para arzı üzerinde yarattıkları etkilerin incelenmesi açısından önemlidir (Kindleberger, 1965: 13–15).

Iversen, kısa vadeli sermaye hareketlerini ikiye ayırmaktadır. Bunlar gerçek sermaye hareketleri ve eşitleyici sermaye hareketleridir (Iversen, C.,1967:29-30):

Gerçek sermaye hareketleri; Faiz oranlarının yüksekliğinden yararlanmak amacı ile sermayenin, bol olduğu ülkelere kıt olduğu ülkelere hareket etmesidir.

Eşitleyici sermaye hareketleri; ödemeler bilançosundaki bir dengesizliğin sonucu olarak döviz kurunda ya da kısa dönemli faiz oranlarında meydana gelen değişmelerin ülkeler arasında meydana getirdiği geçici sermaye hareketleridir.

Riskten korunmayı amaçlayan türde (vergi riskinden, ulusal paranın değer yitirmesi riskinden ve politik risklerden) sermaye hareketleri tamamıyla gerçek sermaye hareketlerine dahildir (İversen, 1967: 29–30).

Yatırımcılar serbest bırakıldıkları zaman, risklerin ortadan kalkması durumunda kendi ülkelerinde kazanabileceklerinden daha çok gelir elde edebileceklerse ülkelerinin dışında yatırım yapmak isterler. Ancak günlük hayatta onların bu isteklerini hayata geçirmelerini engelleyen, sermaye kontrolleri, yüksek işlem ve transfer maliyetleri ve politik riskler gibi durumlar vardır. Bunlara rağmen bugün ülkeler arasındaki kısa vadeli

sermaye hareketleri, en yüksek geliri sağlamak amacı ile meydana gelmektedir. Bu nedenle sermaye, yüksek faiz oranlarının bulunduğu ülkeleri tercih etmektedir.

Yatırımcıların kaygı duydukları bir nokta, ulusal paranın diğer yabancı paralar karşısındaki değerinin istikrarının sürekli olup olmayacağıdır. Bu nedenle döviz kuru ile ilgili beklentilerin önemi büyüktür. Yatırımcılar, yatırımın başlangıç tarihindeki döviz kuru ile yatırımın bitiş tarihindeki döviz kuru arasında çok fazla bir fark olmasını tercih etmemektedirler. Plasmanını da bu koşulu sağlayabilecek ülkeler ile yapmak isterler. Bunlardan dolayı devalüasyon beklentisi veya siyasi ve ekonomik istikrarsızlık olasılığı, kısa vadeli sermayenin kolaylıkla yön değiştirmesine neden olmaktadır.

Mc Kinnon 'a göre kısa vadeli sermaye hareketlerini kolaylaştıran ve arttıran ana nedenler, yurt içi menkul kıymetlerin faiz oranlarındaki ani ve aşırı artışlar, döviz kurlarına ait kısıtlamaların kaldırılması ve döviz kurlarında (yabancı paranın fiyatı açısından) beklenen ya da gerçekleşen önemli değişiklikler olabilir (Mc Kinnon, 1973: 161).

Guth, sermaye sözcüğünü yatırım için para anlamında kullanmaktadır. Guth'a göre sermaye hareketlerinin esas nedeni, gelişmekte olan ülkelerde sermaye yetersizliği durumu ile karşı karşıya kalınmasıdır. Bu durum, yatırımların finansmanı için gerekli olan parasal sermayenin yetersizliği şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Çeşitli nedenlerle bankalardan sağlanabilecek krediler, bu sorunun çözülmesinde yetersiz kalmaktadır. Yatırımların finansmanı gerçekte, tasarruflara bağlı olmalıdır. Dolayısıyla, sermaye yetersizliği gelişmekte olan ülkelerde tasarruf yetersizliğinden kaynaklanmaktadır. Tasarruf yetersizliği nedeni ile finanse edilemeyen yatırımlar, sermaye girişi ile karşılanabilir (Guth, 1963: 12).

Sermaye hareketlerinin nelere bağlı olarak ortaya çıktıkları ve nasıl gerçekleştikleri, uluslararası faktör hareketleri bağlamında incelenebilir. Uluslararası ticaret üzerine, Ohlin'in zamanından bu yana birçok teori geliştirilmiş olmakla birlikte, neoklasik teoriye göre, uluslararası ticaret faktör hareketlerine bağlı olarak gelişmektedir. Üretim faktörlerinin uluslararası hareketliliği, çeşitli ülkelerde faktör fiyatlarının dengelenmesini sağlar (Guth, 1963: 9-12).

Uluslararası faktör hareketlerinin sermayeye uyumunun nasıl olacağı konusu ise teoriye göre şöyle açıklanmaktadır: üretim faktörlerinin göreceli kıtlığı, bunların fiyatlarına yansıtacaktır. Sermaye söz konusu olduğunda ise, sermaye sıkıntısı olmayan ve sermaye yetersizliği içinde bulunan ülkeler arasındaki faiz oranı farkı, sermaye hareketlerinin dengelenmesini sağlayacaktır. Bu durumda sermayenin gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere akması gerekir. Çünkü bu akışkanlıkla gelişmekte olan ülkelere üretim faktörlerinin marjinal verimliliği artacaktır. Ancak bu durum her zaman gerçekleşen bir durum değildir. Bunun nedenlerini şöyle sıralanabilmektedir:

- i. Dünyada sermayenin dolaşımının tamamen serbest olmaması, sermaye ithalini ve ihracını sınırlandıran uygulamaların hala geçerli olması ilk nedendir. Böylece ülkeler arasındaki faiz oranları farkı avantajı tam anlamıyla kullanılmamaktadır.
- ii. İkinci olarak, teorideki uygun faiz farkı, pratikte çok geçerli olmamaktadır. Yani gelişmekte olan ülkelerin faiz oranları, her zaman gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarından fazla değildir. Çünkü tasarrufların gelişmekte olan ülkelere göre normal düzeyde olabildiği gelişmiş ülkelerde bile sermaye sıkıntısı çekilmektedir. Enflasyonun yarattığı sıkıntılar da, gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının bankalar ya da Merkez Bankası politikası olarak arttırılmasını gündeme getirmektedir.
- iii. Üçüncü olarak da; gelişmekte olan ülkelere yatırımın belirli riskler taşıdığı düşüncesi yaygındır. Bu ülkelerdeki yüksek faiz oranlarının, ekonominin sağlıklı işleyişinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Bu da fonların akışının ters yönde, gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere doğru olmasına neden olur. Gelişmekte olan ülkelerin temel sorunu enflasyonsuz kalkındır. Kısa vadeli yabancı sermayenin bu sorunu ne derece ve ne şekilde çözebileceği ya da sorunu daha da ağırlaştırıp ağırlaştırmayacağı önemli bir sorundur.

III. ULUSLARARASI KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN KAPSAMI

Bu başlık altında hisse senetleri piyasası ve yerel sabit getirili mali enstrümanları tanımlamak mümkündür.

A) YEREL HİSSE SENETLERİ PİYASASI

Hisse senetleri piyasası, kısa vadeli sermayenin ilgi gösterdiği önemli bir alandır. Yüksek riske rağmen yüksek getirinin sağlanabilmesi, uluslararası kısa vadeli sermayenin özellikle büyüme potansiyeli yüksek, hisse senetleri fiyatlarının göreceli olarak ucuz kaldığı gelişen borsaları tercih etmesine neden olmuştur. Yabancı sermaye hareketlerine yönelik sınırlamaların gevşetilmesi yada ortadan kaldırılması sonucunda muhasebe ve bilgi standartlarının geliştirilmesi ayrıca, özelleştirme çabalarının hız kazanması yabancı sermayenin yöneldiği alanlarda hisse senedi yatırımlarının ön plana çıkmasına sebep olmuştur(Yılmaz, 1994:46).

Tablo 5.Türkiye’de Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi (milyon \$)

Yıllar	İşlem Hacmi
1986	13
1987	118
1988	115
1989	773
1990	5854
1991	8502
1992	8567
1993	21770
1994	23203
1995	52357
1996	37737
1997	58104
1998	70396
1999	82931
2000	183123
2001	79945
2002	69990
2003	99406
2004	146511
2005	100276

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/veriler/islem>
hacimleri(12.10.2005).

Tablo 5’de Türkiye’de 1986–2005 yıllarına ait hisse senedi piyasası işlem hacmi verilmiştir. Tablo 5 ‘de görüldüğü gibi toplam işlem hacmi 1987 yılından 2004 yılına kadar hızla büyümüştür. Türkiye’de hisse senedi piyasasının da 1986 yılında 13 milyon dolar olan işlem hacmi on yıllık süre zarfında 60 milyon dolara kadar yükselme eğilimi göstermiştir. 2004 yılına gelindiğinde ise bu oran oldukça yükselmiştir. Bu yılda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem hacmi 100276 milyon dolara yükselmiştir.

B) YEREL SABİT GETİRİLİ MALİ ENSTRÜMANLAR

Risk faktörüne göre düzenlenmiş olan faiz oranları, uluslararası kısa vadeli sermaye hareketlerini etkileyen ana etkenlerden birisidir. Bu nedenle ülkenin uyguladığı para politikası ya da dış kredi kullanım kısıtlamaları sonucunda yükselen reel faizler, yüksek gelir elde etmeye çalışan yabancı yatırımcıların dikkatini ilgili ülkeye yöneltmektedir.

Yerel sabit getirili mali enstrümanların başında, devlet tahvilini ve yüksek getiriye sahip hazine bonosu sayılabilir. Bunların dışında bankalar tarafından çıkarılan mevduat sertifikaları, kısa vadeli banka mevduatları, finansman bonoları yabancı yatırımcıların portföyünde paya sahip kısa vadeli sermayenin ilgi duyduğu sabit getirili mali enstrümanlar arasında sayılabilir (Gürsel, 1995:55).

III. ULUSLARARASI KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN AKIŞKANLIK NEDENLERİ

Sıkı para ve kredi politikası uygulayan ülkelerde yükselen faiz oranları, yabancı portföy sahiplerinin yurtiçinde ihraç edilen yüksek getirili menkul kıymetlere yatırım yapmasını teşvik ederek, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yer değiştirmesinde etkili olmaktadır (Aslan, 1995:48).

Kısa vadeli fonların faiz farklılıklarına karşın duyarlı olması, bu tip fonların yer değiştirmesinde önemli yer tutar. Faiz farklılıklarına karşı duyarlılık, sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar ile yakından ilişkilidir. Buna göre uygulanan para

politikaları ile ÷lkedeki faiz oranlarının değiştirilmesi ayrıca sermaye hareketlerine tanınan serbestlik, kısa vadeli fonların ÷lkeye giriş ve çıkışında önemli derecede etkilidir (Chandler, 1993:439-441).

Dışa açık bir ekonomide, döviz kurlarına ya da faiz oranlarına yapılacak müdahalelerde sermaye hareketlerini kamçulamaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri bu şekilde yapılan müdahalelerden doğan geçici kar fırsatlarını değerlendirmek amacı ile, kısa sürede yüksek kazançların beklendiği ÷lkelere giderek spekülatif şekilde de yer değiştirmektedir.

÷lkelerde uygulanan kambiyo rejimleri uluslararası sermaye hareketlerinde etkin rol oynamaktadır. Kısıtlayıcı kambiyo rejiminin uygulandığı ÷lkelerde, doğrudan doğruya dışarı yapılacak döviz ödemeleri kısıtlanır. Herhangi bir ÷lkede sermaye ihracının yasaklanması ya da yabancı malların ve hizmetlerin hangi miktarda ithal edileceğinin hükümetin belirlemiş olduğu döviz miktarı ile sınırlandırılması buna bir örnek olabilir. Bu durumda piyasa mekanizması düzgün işlememekte onun yerini hükümet yetkililerinin kararları almaktadır. Bu türdeki yasaklamalarda resmi kanallardan ÷lkeye sermaye çıkışı ya da malın ÷lkeye girişi tamamen engellenmiş olur. Bütün döviz işlemleri devlet iznine bağlı olur. Kişilerin izinsiz döviz bulundurmaları, dövizle işlem yapmaları yasalarca cezalandırılır. Ayrıca döviz geliri elde edenler, elde etmiş oldukları bu dövizleri belirlenmiş bir zaman süresi içinde ilgili bankaya satmak zorundadırlar. Bu şekilde hükümet görevlileri ÷lkedeki döviz rezervlerine göre ithalat kotaları belirleme ve bununla orantılı olarak döviz tahsis etme amacını yerine getirmek zorundadırlar.

Yoğun bir şekilde döviz kontrolü uygulayan ÷lkelerde, döviz kurları döviz piyasası olmadığı için arz ve talebe göre belirlenmemektedir. Döviz kurları sabit olup, hükümet tarafından yada Merkez Bankası tarafından belirlenir. Ancak belirlenen bu kur piyasa denge kurunun altında olduğu için ulusal para aşırı değerlenmektedir. Sonuç olarak kısıtlayıcı kambiyo rejimi uygulayan ÷lkelerde ulusal para tamamen konvertibilitesini yitirmektedir.

Bu türde döviz kontrolleri gelişmekte olan ülkelerde yoğun bir şekilde uygulanmaktadır. Bunun en önemli nedenlerinden birisi, sistemin ithalatı kısıtlayarak dış ödeme açıklarının önlenmesinde kullanılabilecek bir araç olarak görülmesidir. Diğer bir neden ise, mevcut döviz rezervlerini çeşitli dış ödeme ihtiyaçları arasında belirli bir öncelik sırasına göre dağıtabilme düşüncesidir. Sonuçta, kambiyo denetimi diğer dış ticaret kısıtlamaları ile birlikte uygulandığında hem sermaye hareketleri sınırlandırılarak ülkeden sermaye çıkışı doğrudan engellenmiş olur, hem de ulusal ekonomi dış rekabete karşı korunmuş olur (Seyidoğlu, 1993: 374-376).

Ancak zaman geçtikçe kambiyo rejimi daha yumuşak bir şekilde uygulanmıştır. Örneğin döviz için ikili piyasa sistemi benimsenmiştir. Bu piyasalardan birisi, hükümet tarafından belirlenen resmi döviz kurları piyasasıdır. Diğeri ise; döviz kurlarının arz ve talebe göre benimsendiği serbest döviz piyasasıdır. Resmi kurlar, genellikle serbest döviz piyasasında belirlenen kurların altında kaldığı için, ithalatı caydırılması ya da ihracatın özendirilmesi için, bu tür işlemler serbest piyasa kapsamına sokulmuştur. Aynı şekilde ülkeden sermaye çıkışını önlemek amacı ile sermaye akımları da yüksek kurların geçerli olduğu serbest piyasa kapsamına alınmıştır. Ayrıca kişilerin serbest piyasadan döviz alım satımları da serbest hale getirilmiştir. Böyle döviz piyasası üzerinde denetim azaltılarak, ulusal paranın konvertibilitesi arttırılmaya çalışılmıştır.

Ülkelerin kambiyo rejimlerindeki kısıtlamalar kaldırılarak ulusal paranın konvertibilitesinin arttırılması sermayenin serbestçe hareket etmesini sağlamaktadır. Zaman içerisinde uluslararası sermaye hareketleri ve işlemleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması ile uluslararası sermayenin yer değiştirmesi için gerekli ortam sağlanmış olmaktadır.

Sonuçta, kambiyo denetimlerinin kaldırılması ve serbest kambiyo rejiminin benimsenmesi ile ülke dışından ülke içine ve ülke içinden ülke dışına sermaye hareketlerine tam serbestlik tanınması, kısa vadeli sermayenin ülkeler arası getiri farklılıklarından yararlanacak biçimde yer değiştirmesini sağlar.

V. ULUSLARARASI KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİYLE İLGİLİ AMPİRİK ÇALIŞMALAR

Ülkelerin uygulamış olduğu sermaye hareketleri ile ilgili birçok politika, ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin türüne göre uygulanmaktadır. Sermaye hareketleri kısa vadeli ve spekülâtif nitelikte ise uygulanacak politikalar ona göre şekillenmekte, şayet sermaye hareketleri uzun vadeli ve spekülâtif nitelik taşıyor ise uygulanacak politikalar ona göre şekillenmektedir.

Bu bölümde sermaye hareketleri ile ilgili ampirik çalışmaya yer verilecektir. Sermaye hareketlerinin oynaklık düzeyi Varyans katsayıları ile (coefficient of variation, CV) değerlendirilecektir. Varyans katsayısının yüksekliği sermaye hareketinin oynaklık düzeyinin yüksekliğini göstermektedir (Claessens, Dooley ve Werner 1993:34–44; Claessens, Dooley ve Werner 1995: 153–174, Türkiye için değerler; Ceviş, 1998:95).

Sermaye hareketleri; doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, orta ve uzun vadeli sermaye hareketleri, ve kısa vadeli sermaye hareketleri olmak üzere dört kısımda değerlendirilecektir. Çalışmada on ülke bulunmaktadır. Bunlardan dört tanesi gelişmiş ülkelerdir. Bu ülkeler; İngiltere, Japonya, ABD ve Almanya'dır. Diğer altı ülke ise gelişmekte olan ülkelerdir. Bu ülkeler; Türkiye, Endonezya, Kore, Arjantin, Endonezya ve Meksika'dır.

Tablo 6. Türkiye İçin Hesaplamalar

Değişkenler	Ortalamalar	Standart Hatalar
Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	33,18	229,98
Portföy Yatırımları	126,33	323,49
Doğrudan Yabancı Yatırımlar	57,16	44,04
Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	113,83	539,18

Kaynak: Ceviş,1998:94

Tablo 7. Sermaye Hareketlerinin Varyans Katsayıları

Türkiye	1989:10–1997:10	Doğrudan Yab. Yat.	77
		Portföy Yat.	256
		Uzun Vad. Ser. Har.	477
		Kısa Vad. Ser. Har.	693
Arjantin	1976:1–1992:1	Doğrudan Yab. Yat.	1129
		Portföy Yat.	472
		Uzun Vad. Ser. Har.	204
		Kısa Vad. Ser. Har.	155
Brezilya	1975:1-1991:4	Doğrudan Yab. Yat.	562
		Portföy Yat.	1650
		Uzun Vad. Ser. Har.	470
		Kısa Vad. Ser. Har.	103
Almanya	1979:1–1992:3	Doğrudan Yab. Yat.	210
		Portföy Yat.	148
		Uzun Vad. Ser. Har.	349
		Kısa Vad. Ser. Har.	69
İngiltere	1973:1-1992:3	Doğrudan Yab. Yat.	1110
		Portföy Yat.	149
		Uzun Vad. Ser. Har.	307
		Kısa Vad. Ser. Har.	202
Endonezya	1976:1-1992:3	Doğrudan Yab. Yat.	3719
		Portföy Yat.	454
		Uzun Vad. Ser. Har.	257
		Kısa Vad. Ser. Har.	32
Japonya	1979:1-1992:3	Doğrudan Yab. Yat.	98
		Portföy Yat.	122
		Uzun Vad. Ser. Har.	9007
		Kısa Vad. Ser. Har.	470
Kore	1976:1-1992:3	Doğrudan Yab. Yat.	23366
		Portföy Yat.	300
		Uzun Vad. Ser. Har.	300
		Kısa Vad. Ser. Har.	111
Meksika	1975:1-1992:1	Doğrudan Yab. Yat.	284
		Portföy Yat.	43650
		Uzun Vad. Ser. Har.	1057
		Kısa Vad. Ser. Har.	88
ABD	1973:1-1992:3	Doğrudan Yab. Yat.	1110
		Portföy Yat.	149
		Uzun Vad. Ser. Har.	307
		Kısa Vad. Ser. Har.	202

Kaynak: Türkiye dışındaki ülke değerleri; Claessens, Dooley ve Werner 1993:34–44; Claessens, Dooley ve Werner 1995: 153–174, Türkiye için değerler; Ceviş, 1998:96.

Tablo 7’de ülkelerin Varyans Katsayıları verilmiştir. Varyans katsayıları serilerin standart sapmalarının ortalama değerlerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bu katsayıların yardımı ile ülkeler itibari ile sermaye hareketlerinin göreceli oynaklıkları incelenmiştir. Yapılan benzeri ampirik çalışmalarda (Claessens, Dooley ve Werner 1993 :34–44; Claessens, Dooley ve Werner 1995: 153–174) sıcak paranın temel özellikleri olarak yüksek oynaklık gösterilmektedir.

Tablo 7’de görüldüğü gibi, Türkiye’ye yönelik sermaye hareketleri içinde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynaklığı en yüksek sermaye hareketi olduğu görülmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar Varyans Katsayısı değerine göre oynaklığı en düşük sermaye hareketi olarak görülmektedir.

Türkiye ve diğer ülkelerin Varyans Katsayıları karşılaştırıldığında, Türkiye’nin sermaye hareketlerinin oynaklık düzeylerine göre standart beklentilere en uygun sonuçları verdiği görülmektedir. Yani sıcak para olarak da tanımlanan kısa vadeli sermaye hareketleri hesaplamalarda oynaklığı en yüksek seri olarak sadece Türkiye için hesaplanmış olan veride görülmektedir. Oynaklığı en düşük seri olarak doğrudan yabancı yatırımlar gelmektedir. Tabloya göre kısa vadeli sermaye hareketleri sadece Türkiye’de oynaklığı en yüksek sermaye hareketleri olarak görülmektedir. Uzun vadeli sermaye hareketleri; İngiltere, Almanya ve Japonya da oynaklığı en yüksek sermaye hareketleridir. Brezilya ve Meksika’da ise oynaklığı en yüksek sermaye hareketleri portföy yatırımlarıdır. Doğrudan yabancı yatırımlar dört ülkede; ABD, Endonezya, Arjantin, Kore’de oynaklığı en yüksek sermaye hareketleridir.

Kısa vadeli sermaye hareketleri oynaklığından dolayı sıcak para olarak tanımlanan sermaye akımlarıdır. Bu akımlar açısından Varyans Katsayısı en düşük olan ülkeler Brezilya, Kore, Arjantin, Almanya, Meksika, Endonezya’dır.

Bu çalışmadan da görüldüğü gibi sermaye hareketleri Varyans Katsayıları genel olarak tüm ülkelerde yüksek çıkmaktadır. Yüksek oynaklık düzeyi sıcak para olarak görüldüğü için, geri dönüş kabiliyeti yüksek olacak, oysa soğuk para göreceli olarak ülkede daha uzun bir süre kalıcı bir yapı izleyecektir.

VI. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN SINIRLANDIRILMASINA YÖNELİK POLİTİKALAR

Kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışı, döviz kurlarına yönelik spekülasyon üzerinde olumsuz etkisi vardır. Bu nedenle sermaye hareketlerinde caydırıcı rol oynayabilecek önlemlere ihtiyaç duyulmaktadır. Bu yönde Tobin'in işlem vergisi ilgi görmektedir. Tobin dövizle yapılacak işlemler (dövizin başka bir dövize çevrilmesine yönelik işlemler) üzerine %0,25 gibi bir oranda verginin konulmasından yanadır. Bu sayede paranın paraya çevrilmesinden kaynaklanan ani döviz kuru istikrarsızlığının azaltılabileceği yönündedir. Gerçekte işlem vergisinin düşük düzeyde tutulmasının özel amacı bulunmaktadır. Düşük oranlı verginin dış ticaret ve uzun vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisinin az olacağı düşünülmektedir. Buna karşılık kısa vadeli fon giriş çıkışlarında ve İnterbank işlemleri üzerinde önemli ölçüde etkisinin olacağı tahmin edilmektedir (Frankel, 1991:378).

Sermaye hareketlerinin en oynak bölümü olan kısa vadeli sermaye hareketleri girdiği ülkede yerli paraya değer kazandırarak ihracata yönelik sanayileri olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Ayrıca sermaye girişi döviz rezervlerini arttırabilmektedir, bu dövizle yerli para alınması sonucu parasal taban üretimde koştur bir büyüme olmadan genişleyebilmektedir. Bu da ekonomideki enflasyonist bir baskı oluşmasına neden olmaktadır. Paranın değerlenmesini veya enflasyonu önlemek amacı ile sermaye girişleri Merkez Bankası tarafından sterilize edilir. Başarılı bir sterilizasyon, parasal tabanın döviz girişi kadar düşürülmesidir (Ercan, 1998:30). Merkez Bankası, sterilizasyon politikalarını çeşitli araçlarla uygulayabilir. Açık piyasa işlemleri, rezerv oranlarının arttırılması, bankaların reeskont oranlarından yararlanma imkanının kısıtlanması yada reeskont oranlarının azaltılması uygulamaları söz konusu olabilir. Ancak kredi hacmini daraltmak için çıkartılacak yüksek faizli bonolar sorun yaratabilir. Yada açık piyasa işlemleri faiz haddi üzerinde baskı yaratabilir. Ayrıca devlet maliye politikası araçlarını da kullanabilir. Enflasyon artışından ve paranın reel olarak değer kazanmasından kaçınmak için sıkı bir maliye politikası da izlenebilir. Devlet harcamalarında bir kısıntıya gitmek, talep üzerinde etkili olacak ve enflasyon artışını sınırlandıracaktır (Schadler, 1994:22).

1982 Latin Amerika borç krizinden sonra Şili, Kolombiya, Endonezya, Tayland, G. Kore ve İspanya'ya büyük miktarda sermaye girişi olmuştur. Bu ülkelerin hepsi açık piyasa işlemleri ile sterilizasyona gitmiştir. Kolombiya ve G. Kore aynı zamanda bankalar zorunlu karşılık oranlarını da yükseltmiştir. Ancak iç pazarın kapasitesi artan bonoları emebilmekten bir süre sonra uzak kalmıştır. Bu ülkelerin Merkez Bankaları , sığ ve likiditesi düşük piyasalarda açık piyasa işlemlerinin hem maliyetli hem de etkisiz olduğunu görmüşlerdir. Faizler yükseldiği için sterilize edilmeye çalışılan para geri girmeye devam etmiştir. Bu ülkeler uyguladıkları bu politikanın yanı sıra döviz kuru politikasını esnekleştirip, biraz nominal değerlenmeye izin vermişlerdir. Türkiye de aynı sistemi uygulamaktadır. Tüfe ve Tefe arasındaki genelde TÜFE lehine olan fark kadar nominal değerlenmeye izin vererek, devalüasyon beklentisinin önüne geçmeye çalışmaktadır (Ercan, 1998:31).

Ayrıca yukarıda ifade edilen maliye ve para politika araçlarına ek olarak kısa vadeli sermaye hareketlerinin vadeleri uzatılabilir. Örneğin; 1991 yılında Şili bu amaçla kısa vadeli sermaye hareketleri üzerine vergi koymaya başlamıştır. Uygulanabilecek diğer bir politika ise ülkenin dış ticaretinin desteklenmesi konusunda olabilir (Calvo, Leiderman ve Reinhart, 1994:21-22).

Tüm bu önlemler sermaye girişlerinin yaratacağı birtakım olumsuzlukları ortadan kaldırmak için uygulanmaktadır. Çünkü sermaye girişleri, ulusal paranın değerini arttırarak ihracat sektörünü olumsuz yönde etkileyebilir. Cari işlemler açığını artırabilir. Para arzındaki artış dolayısı ile enflasyona yol açabilir. Daha da ötesi kısa vadeli sermaye hareketleri finansal sistemin krize girmesine yol açabilir.

Bu konuda yapılan çalışmalar, bu kaygıları haklı çıkarmakta ve önlemlerin alınmasını gerekli kılmaktadır. Bu konu ile ilgili olarak 1987-1992 yıllarını kapsayan bir çalışmaya göre, Sermaye girişleri Şili, Kolombiya, Meksika, Mısır, İspanya ve Tayland ekonomileri üzerinde etkili olmuştur. Faiz oranlarında, enflasyon oranlarında etkili olmuş, ulusal paranın değerinde artıştan kaçınmak zorlaşmış ve cari işlemler açığı önemli miktarda artış eğilimi göstermiştir (Schadler, 1994:23).

VII. KRİZ TÜRLERİ

Finansal krizler, reel ekonomide büyük yıkıcı etkiler yaratan ve piyasaların etkin bir şekilde işlemlerini engelleyen finans piyasalarında meydana gelen çöküşlerdir. Bankalarda ya da banka dışı finansal kesimde şirket veya şirketlerin borç problemlerini içermektedir. Bazı durumlarda bankacılık kesiminde bir ödeyememe durumu, söz konusu olunca meydana gelebilir yada bir bankacılık krizi teşvik eder. Çoğunlukla aktif fiyatlarında bir çöküşle belirginleşmektedir. (IMF, 1998: 75).

Aşağıda kriz türlerinden para krizleri, bankacılık krizleri ve dış borç krizlerinden bahsedilecektir.

A) PARA KRİZLERİ

Para krizleri bir spekülasyon etki sonucunda herhangi bir ülkenin parasının devalüasyonu ya da değer kaybetmesi ile oluşmaktadır. Yada uluslararası sermaye akımlarının ve spekülasyon saldırılarının sonucunda ülkedeki yetkililerin uluslararası rezervleri büyük miktarda harcayarak faiz oranlarını hızla yükselterek ülke parasını savunmaya zorlaması ile oluşur (Özer, 1999: 29).

Bir para krizi kolay anlatımı ile paranın önemli bir miktarda devalüasyonu şeklinde tanımlanabilir. Ayrıca bu kıstas kurun otoriteler tarafından faiz oranlarını yükselterek ve döviz piyasasına müdahale ederek şiddetli bir şekilde baskılandığı koşulları dikkate almamaktadır. Alternatif bir yaklaşım, yalnızca döviz kurundaki değişimleri değil, uluslararası rezerv miktarları ve faiz oranları hareketlerini dikkate alan bir spekülasyon baskı endeksi oluşturmaktadır. Bu durumda para krizi döviz kuru değişimlerinin, yabancı rezerv ve faiz oranları değişimlerinin ağırlıklı ortalaması olan spekülasyon baskı endeksinin değeri olarak tanımlanır (Kaminsky, ve Reinhart, 1999:479).

Para krizleri çeşitli nedenlerden dolayı ortaya çıkabilir(Karabulut, 1999:31):

- i. Ülke içinde uygulanan makro ekonomik politikalar para krizine yol açmaktadır.
- ii. Uluslararası rezervlerde meydana gelen azalma, ödemeler bilânçosunda meydana gelen kriz ve Merkez Bankaları tarafından yaratılan; genellikle bütçe açıklarının para basarak finanse edilmeye çalışılmasından kaynaklanan iç kredi genişlemesinin sabitlenmiş döviz kuru ile tutarsız olması durumunda ülke parasının değer kaybetmesi ile para krizleri meydana gelebilir.
- iii. Eğer ülke dış ticaret açığının artmasına neden olacak şekilde sabitlenmiş bir döviz kuru sistemine sahip ise ülkenin parasına yönelik spekülasyon saldırıları meydana gelebilir. Bunun sonucunda ise ülkenin döviz rezerv miktarında azalma meydana gelir.
- iv. Para krizine neden olan diğer bir sorun ise bankacılık sistemindeki sorunlardır. Mevduat sahipleri mevduatlarını istedikleri zaman geri çekme taahhüdü ile bankalarda tutarlar, herhangi bir risk gördükleri zaman bu mevduatlarını geri çekerler. Bankalar bu mevduat çekme taleplerini karşılayamazlarsa, bankaların batacağı düşüncesi bir krizle sonuçlanabilir.
- v. Krizlerin çıkışında beklentilerin önemi büyüktür. Bankalardaki fon çıkışlarına Merkez Bankasının müdahale edebilecek gücü olmadığı beklentisi eklenirse, mevduat sahipleri bu fonları yurtiçi bankalar yerine yurt dışındaki bankalara yatırmayı tercih ederler. Birçok mevduat sahibinin bu şekilde düşünmesi ile ülke parasından kaçış başlar. Sonuçta ülke parasının değeri düşer.
- vi. Para krizlerinin diğer bir nedeni e rasyonel olmayan spekülasyonlardır. Piyasada yayılan bilgiler piyasa katılımcılarının tepkilerinden dolayı dalgalanmalara neden olabilir.
- vii. Krizler yayılma etkisine sahiptir. Coğrafi bölge, ticaret ortakları, yatırımcıların portföy stratejileri gibi koşullardan dolayı ortaya çıkan bulaşıcı etki ülkenin parasının değer kaybetmesine neden olmaktadır. Bu tür değer kayıpları sonucunda ülke içinde enflasyon artışı olabilir, yada dış borçların artmasına neden olabilir. Bunların sonucunda ülke yeterli rezerve sahip değilse veya uluslararası piyasalarda kredibiliteye sahip değilse ulusal paradaki değer kaybı önlenemez.

B) BANKACILIK KRİZLERİ

Mali piyasalarda bir bankanın ve ya birkaç bankanın ödeme güçlüğü çekmesi ya da iflası, yeteri kadar güçlü ve derin olmayan piyasalarda, tüm bankalara yayılabilmekte ve ödemeler sisteminin olumsuz etkilenmesine daha da ötesi tamamen durmasına neden olabilmektedirler. Ödemeler dengesindeki bu olumsuz etki ve piyasaların işleyişine verdiği büyük zararlar bankacılık krizleri olarak tanımlamak mümkündür (Daniel,1997: 52).

Bankacılık krizi iki farklı durumu ifade etmektedir. Bunların birincisinde; gerçek veya potansiyel banka iflasları ya da banka başarısızlıkları, bankaların yükümlülüklerini yerine getirmelerini engeller. Diğerinde ise, devlet bankacılık kesiminde krizi engellemek için, büyük ölçüde bankalara yardımını arttırarak, müdahalede bulunur. Eğer bankacılık krizinin başlangıcı bankalarda büyük oranda mevduat çekilmesi ile açığa çıkarsa, bankacılık krizi banka mevduatlarında hızlı azalma şeklinde nitelendirilebilir. Eğer bankacılık kesiminin sorunları, bankaların varlık kalitesindeki kötüleşmeden kaynaklanıyor ise bu alanlarda ki değişmelerdeki belirtilerle bankacılık krizi başlangıcı belirlenebilir (Özer, 1999: 33).

Bankacılık kesiminde meydana gelen bir sorun ekonominin tamamını kısa sürede etkilemektedir. Banka iflasları tüm bankacılık sektörünü, bunlarla ilişkili olan şirketleri ve bütçe dengesi ile para arzını etkilemektedir. Bankacılık krizlerinin ana nedenlerini şu şekilde açıklamak mümkündür (Özer, 1999:45).

Bankalar ülke ekonomisinde birçok riskle karşı karşıya kalmaktadır. Bunlar kredi riski, likidite riski, faiz oranı riski, Fiyat riski, operasyon riski, döviz kuru riski, ödeme gücü riski:

- i. Kredi riski: Bankalar müşterilerine kredi verebilmektedirler. Verilen bu kredilerin müşteriler tarafından ödenememesi durumu bu riski meydana getirir. Tek bir kişiye veya belli bir sektöre büyük bir miktarda kredi verilmesi bu riski arttırır.

- ii. Likidite Riski: bankaların zamanı geldiği zaman yükümlülüklerini yerine getirememesi riskine likidite riski denir. Banka bilânçolarının aktifleri ve pasifleri arasında vade uyumsuzluğu bulunur. Banka aktifleri uzun vadeli sabit faizli varlıklardan oluşur. Pasifleri ise kısa vadeli varlıklardan oluşur. Yani kısa vadeli borçlanıp, uzun vadeli borç vermeleri likidite riskine yol açmaktadır.
- iii. Faiz Oranı Riski: Banka bilânçolarındaki faiz uyumsuzluklarının yaratmış olduğu riske faiz oranı riski denir. Bankaların vade uyumsuzluklarından dolayı faiz oranlarında meydana gelen bir artış bankaların karlılığını düşürmektedir.
- iv. Fiyat Riski: Bankalar ellerinde bono, hisse senedi... vb enstrümanlar bulundurmaktadırlar. Bu varlıkları fiyatında meydana gelen düşüşler bankalar için fiyat riskini oluşturur.
- v. Operasyon Riski: Bankanın teknolojik donanımında herhangi bir sorun meydana gelme olasılığı, çalıştırmış olduğu elemanların verimliliği ve güvenilirliği ile ilgili sorunlar, bankanın operasyon riskini meydana getirir.
- vi. Döviz Kuru Riski: Döviz kurunda meydana gelen değişimlerden kaynaklanan risktir. Bankaların döviz cinsinden varlıkları ve yükümlülükleri bu riskten etkilenir. Banka açık pozisyonda ise döviz kurunun artması zarar etmesine neden olurken, banka kapalı pozisyonda ise döviz kurunun azalması bankanın zarar etmesi sonucunu doğurur.
- vii. Ödeme Gücü Riski: Bankanın almış olduğu bütün risklerin sonucunda ödeyebilirliğini yitirmesi yani bankanın varlıklarının yükümlülüklerini karşılayamaması riskidir.

Bankalar ülkedeki makro ekonomik etkenlerden ve ekonomi politikalarından da etkilenmektedirler. Makro ekonomik dengelerde meydana gelen bozulmalar nedeni ile piyasada güvenin azalması sonucu mevduat sahipleri bankalardaki mevduatlarını zamanı gelmeden çekme talebinde bulunabilirler. Bu şekilde bankalar yüksek ödemelerle karşılaştıkları durumlarda zor durumda kalmaktadır. Makro ekonomik

etkenlerden bir diğeri ticaret hadlerinde yüksek oranlı oynamalardır. Banka müşterilerinin zararına olacak şekildeki ticaret hadlerindeki oynamalar Müşterilerin borçlarını geri ödemelerini engelleyecektir. Geri ödenmeyen kredilerden dolayı, bankaların nakit akışlarında problemler başlamaktadır.

Ülke içindeki enflasyonda bankaları olumsuz yönden etkilemektedir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde büyüme ve enflasyon ilişkisinden dolayı bankaların kredi risklerini değerlendirmeleri zorlaşmaktadır.

Küçük fakat sanayileşmiş ülkelerde ve ya yükselen pazarlarda dış ticaretteki azalmalar bankacılık krizlerinin önemli bir habercisi olmuştur. Gelişmekte olan ülkeleri %75'inde krizlerin hemen öncesinde ticaret hadlerinde %10'un üzerinde azalmalar gerçekleşmiştir (Sachs vd., 1996: 25).

Aşırı değerlenmiş kurlar uluslararası ticarete karlılığı etkilemektedir. Yüksek olan faizler ve reel kurların aşırı değerlenmesi sonucu banka müşterileri döviz cinsinden borçlanmakta bu da bankalarda kur riski birikimine neden olmaktadır. Döviz kurundaki bu yükseliş, açık pozisyonda bulunan bankaların zor duruma düşmesine neden olmaktadır. Kur dalgalanmaları bankalardan kredi kullananları zor durumda bıraktığı için bankalar döviz kuru riskinin yanı sıra kredi riski ile de karşı karşıya kalmaktadırlar.

Finansal serbestleşme sonucunda finansal sektöre giriş özgürlüğü artmaktadır. Ülkelere sermaye giriş ve çıkışları yaşanmaktadır. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri ülkeler arasındaki faiz farklılıklarından dolayı, finansal serbestleşme sonucu gerçekleşmektedir. Bu tür özgürlükler yeteri kadar düzenlenmeyip, denetim altına alınmaz ise banka bilançolarında risk birikimine yol açar.

C) DIŞ BORÇ KRİZLERİ

Bir ülkenin dış borçlarını ödeyememe durumunu ifade eder. Bu borç ülkede kamu kesiminin ya da özel kesimin dış borcu olabilir (Özer, 1999:32).

12 Ağustos 1982 yılında uluslararası borç krizi meydana gelmiştir. Bu kriz 1973 yılında Mısır ile İsrail arasında ortaya çıkan savaşın bir ürünüdür. Bu yılda meydana gelen Mısır İsrail savaşı sonucu, bir varil ham petrolün fiyatı yaklaşık üç kat arttırılmıştır. Bunun sonucu petrol üretmeyen gelişmekte olan ülkelerde ithalat faturası oldukça artmıştır. Bu petrol şoku dünya ekonomisini durgunluğa sokarken, gelişmekte olan ülkelerin ihracat gelirlerini de azaltmıştır. İhracatta ve ithalatta meydana gelen bu olumsuz gelişmeler sonucu gelişmekte olan ülkelerin cari açıkları hızla artmıştır. 1973 yılında 8,7 milyar dolar olan cari açık, 1973 yılında 51,3 milyar dolara yükselmiştir. Petrol üreten ülkelerde ise petrol gelirlerindeki artıştan dolayı cari fazlalarında yükseliş olmuştur. 1973 yılında 6,2 milyar dolar olan cari fazla 1974 yılında 66,7 milyar dolar olmuştur (Ünsal, 2005:524).

Petrol üreten ülkeler cari fazlayla ABD ve Avrupa'daki bankalarda mevduat hesapları açtırmışlardır. Sermaye piyasalarına aktarılan bu büyük miktardaki likit kaynaklar, sanayileşmiş ülkelerdeki ekonomik durgunlukla birleşince reel faizlerin 70'li yılların sonuna kadar çok düşük düzeyde seyretmesine neden olmuştur. Ticari bankalar ellerindeki bu fonları gelişmekte olan ülkelere kredi olarak kullandırmışlardır. Gelişmekte olan ülkeler Dış ödeme ve kamu sektörü açıklarını, dış borçlanma ile kapatmışlardır (DPT, 1995:30).

OPEC üyeleri petrol fiyatlarını 1979 ve 1980'de ikinci kez attırmıştır. Bu kez fiyat artış oranı daha düşük olmasına rağmen, yüksek bir fiyat düzeyinden yapıldığı için ithalatçı ülkeleri oldukça sarsmıştır (Kazgan, 1998:134).

Tablo 8. 1970-1982 Yıllarında Ham Petrol Varil Fiyatları (Yıllık Ortalama US\$)

Yıllar	Petrol Fiyatı
1970	1,9
1971	2,3
1972	2,5
1973	3,5
1974	9,0
1975	10,9
1976	11,8
1977	13,3
1978	13,1
1979	18,1
1980	33,0
1981	38,1
1982	34,6

Kaynak: [http:// www.dpt.gov.tr/](http://www.dpt.gov.tr/) Temel ekonomik göstergeler (06.02.2006).

İkinci petrol şoku sonucu gelişmiş ülkeler petrol fiyatlarındaki artışın enflasyonist etkisini kontrol etmek için sıkı- daraltıcı para politikası uygulamışlardır. Gelişmekte olan ülkeler borçlanmalarını sürdürmüşlerdir (Ünsal, 2005:525).

Bir diğer olumsuzluk, ABD'nin faiz hadlerini sıkı para politikası ile yükseltmesi olmuştur. Bu 1970'li yıllarda düşük reel faiz hadleri ile alınan değişken faizli borçlar ve yeni borçlar için çok yüksek reel faizler ödenmesi sonucunu doğurmaktadır. Bunun yanı sıra dolar uluslararası piyasada değerlenmektedir (Kazgan, 1999:135).

Az gelişmiş ülkelerin 1973 yılında 6,3 milyar dolar olan borçları dokuz yıl süresince yüz kat artış göstermiştir. ABD'de faiz hadlerindeki artış, bir yandan fonların ABD'ne yönelmesine, öte yandan doların değer kazanmasına ve buna bağlı olarak az gelişmiş ülkelerde dış borç servisinin artmasına yola açmıştır. Bütün bunların sonucunda; 1982 yılında bazı ülkeler dış borçlarını ödeme gücüne sahip olmadıklarını açıklamışlar ve böylece uluslararası borç krizi denilen olgu ortaya çıkmıştır (Ünsal,2005:526).

VIII. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE KRİZLER

Dünyada oluşmuş ve oluşmakta olan büyük miktarda sermaye kısa vadeli karlar ve rantlar elde etmek amacı ile ülke ekonomilerine giriş ve çıkışları büyük istikrarsızlıkları da beraberinde getirmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin anlık atak ve geri çekilmeleri sonucunda, bu ülkelerde finansal kaynaklı ekonomik krizler meydana gelmektedir. Anlaşıldığı gibi milli ekonomilerin karşılaştığı finansal krizlerde uluslararası kısa vadeli sermaye hareketlerinin önemli bir rolü bulunmaktadır.

1970 öncesinde gelişmekte olan ülkeler çoğunlukla ithal ikameci politikalar izlemişlerdir. Dış finansman ihtiyaçlarını ise devletten devlete yardımlarla ve uluslararası resmi kuruluşların desteği ile karşılamışlardır. Bu dönemlerdeki krizler genellikle döviz darboğazlarından ve üretim için gerekli ithalatın yapılamamasından kaynaklanmıştır. Ekonomide dış denge sağlayabilmek amacı ile Uluslararası Para Fonu (IMF) destekli kısa vadeli istikrar programları uygulanmış, para ve maliye politikaları dengelenerek döviz kuru ayarlamaları yapılmıştır. 1980'li yıllarda ise bu ülkeler büyüme oranlarındaki bu istikrarı devam ettirmek istemelerinden dolayı, dış kaynak ihtiyaçları artmış ve krizler ödemeler dengesi krizleri yerine borç krizleri şeklini almıştır. Bu ülkeler, dünya ile bütünleşmek ve uluslararası finansal piyasalar yolu ile kaynaklarını arttırmak amacı ile önce cari işlemler bilançosunun daha sonra da sermaye hareketlerinin konvertibilitesini gerçekleştirmişlerdir. 1990'lı yıllara gelindiğinde ise orta gelirli ülkeler; dış ticaret politikalarını serbestleştirmiş, mali sektörlerini dışa açmıştır. Çoğunluğunun dış kaynak kullanımları da artmıştır. Fakat bu ülkelerin ekonomileri, kısa vadeli fon akımlarına karşı aşırı duyarlı bir nitelik kazanmıştır (Kar ve Kara, 2002:12).

Sıcak para olarak da adlandırılan uluslararası spekülatif amaçlı sermaye, az gelişmiş ülkelerde ilk etapta döviz arzını bollaştırarak ulusal paranın değerlenmesine yol açmakta ve bunun sonucunda da ihracat hacmi daralmaktadır. Öte yandan gelen bu para, yeni ve üretken yatırımlara yönelmek yerine, ekonomide tüketim ve ithalat patlaması yaratarak cari işlemler açığının tehlikeli bir biçimde yükselmesine neden olmaktadır. Cari işlemler açığının artması devalüasyon beklentisini gündeme

getirmekte, bu durumda kısa sermayenin ülkeyi hızla terk etmesine yol açarak az gelişmiş ülkelerde makro ekonomik dengelerin felaket ölçüsünde altüst olmasına neden olmaktadır.

Trilyon dolarla ifade edilen dünya çapındaki para hacmi, spekülatif amaçlı para arzının yüksek olmasına neden olmakta böylece de uluslararası piyasalardan borçlanmada pek bir sorunla karşılaşmamaktadır. Ancak, arbitraj kazancı kovalayan bu tipteki sermaye, sıcak para politikası olarak da adlandırılan yüksek reel faiz ve ona eşlik eden düşük kur politikası uygulayan ülkelere yönelmektedir. Bu ise, gerçek geri ödeme kaynağı olmayan yabancı para yükümlülükleri yaratarak makro ekonomik dengelerin bozulmasını sağlar.

Ekonominin çeşitli kesimlerindeki bilânçolar, sermaye giriş ve çıkışlarına çok hassas bir yapıda gelişmiş ve mali şoklara karşı kırılganlık artmıştır. Anlaşıldığı gibi 1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizler, gelişmekte olan ülkeleri geçmiş dönemlerde yaşadıkları finansal krizlerden farklı özellikler taşımaktadır. Olumsuz gelişmelerden etkilenecek sermayenin aniden kaçıışı ile başlayan bu krizler, ulusal paranın değer kaybetmesi, bilançoların kötüleşmesi, güvensizliğin yaygınlaşması ve üretimin finanse edilmesi şeklinde sonuçlanmış ve bu krizler diğer ülkelere de yayılmıştır.

Finansal krizlerle karşılaşan ülkelerde, Kriz öncesi dönemlerde mali bilançoların sağlıklı bir yapı içinde büyümesi, açık döviz pozisyonları, döviz kuru ve kredi riskleri de krizlere ortam hazırlamıştır. Bu koşullarda herhangi bir olumsuz olayın etkisi ile çıkabilecek bir likidite daralması, sermaye kaçıışı ya da devalüasyon, bilançolarda öz kaynakların erimesine neden olduğundan mali sistem tıkanmakta ve kriz reel sektöre yansıyabilmektedir.

Ayrıca mali sistem krizlere karşı dayanıksız bir yapı içerisinde gelişiyor ise bunun nedenini makro ekonomik koşullara bağlamak mümkündür. Makro ekonomik koşullar ise döviz rejimi, cari işlemler açığı, kamu borçları, bütçe açıkları para politikası ve enflasyon şeklinde karşımıza çıkmaktadır (Kar ve Kara, 2002:13).

Gelişmekte olan ülkelerdeki yatırım ve tasarruf eksikliği kısa vadeli yabancı sermaye girişleri ile giderilmeye çalışılmıştır fakat iç dengelerindeki hassas yapı dış şoklardan kolayca etkilenmelerine ve bir kriz riski ile karşı karşıya kalmalarına yol açmıştır. Genellikle gelişmekte olan ülkeler, enflasyon ile mücadele etme çabalarını çoğunlukla sabit kur politikaları ile sürdürmektedirler. Fakat bu birçok riskleri de beraberinde getirmektedir. Bu tür politikalar izleyen ülkelerde Merkez Bankasının temel görevi kurları sabit tutmaktır. Bu şekilde Merkez Bankası kur riskini üstlenmekte ve piyasaya döviz vermektedir. Enflasyon istenilen oranlara inmediği durumlarda ulusal para değer kazanmakta, ithalattaki artış ve ihracattaki azalışa bağlı olarak cari işlemlerde açık ortaya çıkabilmektedir. Ülkeler bu açıkları kapatabilmek için devalüasyon baskısı ile karşı karşılaşmakta, ya da dış borçlanmaya, özellikle kısa vadeli kaynaklara başvurumaktadırlar. Bu şekilde ülkelerin bankalarında açık pozisyonlar artmaktadır. Bankalarda kur riskinden kaçmak için döviz cinsinden borçlarına karşın, döviz cinsinden kredi vermektedirler. Bu sayede bankalar kur riskini kredi kullanan işletmelere devretmektedir (Kar ve Kara, 2002:14).

Meksika (1994), Asya (1997), Rusya (1998), Brezilya (1999) , Türkiye (1994, 200, 2001), Arjantin (2001) bu tip krizleri yaşayan ülkelerdir. Bu ülkelerin ortak noktaları ise, hepsinde de sabit kura dayalı bir politika uygulanmış olması ve Asya ülkeleri dışında diğer ülkelerin çoğunda cari açıklar, mali açıklar, kamu açıkları ve enflasyon gibi makro ekonomik temellere dayalı problemlere sahip olmalarıdır (Kar ve Kara, 2002:14).

Sonuç olarak, mali piyasalarında yeterince derinleşme ve olgunlaşma sağlamadan ulusal ekonomilerini uluslararası spekülâtif sermaye hareketlerine denetimsiz bir biçimde açan azgelişmiş ülkeler belirli bir süre için refah içerisinde yaşasalar bile, bu sürece girdikleri andan itibaren krizin yapısal koşulları ile yaşamak zorunda kalacaklardır.

IX. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE DÜNYADA 1990'LI YILLARDA YAŞANAN KRİZLER

1990'lı yıllarda dünyada birçok finansal kriz meydana gelmiştir. Bu bölümde 1992–1993 yıllarında Avrupa Birliği Ülkelerinde ortaya çıkan ve bir para krizi olan ERM krizi, 1994–1995 Meksika krizi, 1997–1998 Asya krizi gibi finansal krizlerden bahsedilecektir. Yaşanan bu krizlerin farklı yönleri olmasına rağmen hemen hemen hepsinin de ortak para birimine bağlı döviz kuru sistemlerinden, yoğun sermaye giriş ve çıkışlarından özellikle spekülasyon nitelik taşıyan kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklanmasıdır.

A)ERM KRİZİ (1992–1993)

1979 yılında Avrupa Para Sistemi (EMS), temeli Döviz Kuru Mekanizması olan (ERM), parasal ve döviz kuru işbirliğini yansıtmak amacı ile oluşturulmuştur. Bu birliğin üyesi olan ülkeler; Almanya, Fransa, Belçika, Hollanda, Danimarka, Lüksemburg, İtalya'dır. Daha sonra 1989 yılında İspanya, 1990 yılında İngiltere ve 1992 yılında Portekiz birliğe katılmıştır,

1980'lı yılların sonuna kadar uygulanan katı döviz kuru sistemi güven verici şekilde devam etmiştir. Ancak sisteme sonradan katılan İngiltere, İspanya ve İtalya diğer üye ülkelere göre daha yüksek büyüme oranlarına, daha yüksek enflasyon ve faiz oranlarına sahip ülkelerdir.

Döviz kuru istikrarına olan güvenin artması ayrıca sisteme sonradan katılan İngiltere, İspanya ve İtalya'daki faiz oranlarının yüksekliği bu ülkelere olan yabancı sermaye hareketlerinin hızlanmasına neden olmuştur.

1992 yılının sonbaharında ortaya çıkan yoğun sermaye hareketleri, İngiltere, İtalya ve İspanyanın Döviz Kuru Mekanizmasından çıkmalarına yol açmıştır (Krugman, 1997:9). Sermaye hareketleri sonucunda bu ülkelerin paralarında aşırı değerlenme olmuştur.

Avrupa Birliğinin parasal birlik konusunu kararlaştırdığı Maastricht Anlaşmasına 1992 Haziran ayında Danimarkalılar red oyu vermişlerdi. Bu durum ERM içindeki dvız kurları üzerindeki baskıların artması sonucunu doğurmuştur. Bu gelişme sonrasında ilk olarak, İtalyan bütçe açıklarının Liret'in desteklenmesine yol açacağı düşüncesi ile Liret üzerinde spekülatif işlemler gerçekleştirilmiştir. Finlandiya ve İsveç üzerinde denenen spekülatif atakların sonuç vermesi ve İtalyan Lireti'nin baskılara dayanamayarak %7 oranında devalüe edilmesi, bu defa spekülatörlerin dikkatini İngiliz Sterlini'ne çevirmiştir. Para sihirbazı olarak tanınan George Soros'un krizde oynadığı rol büyüktür. Sonuçta İngiliz Sterlini'ne yönelik ataklar sonucu 16 Eylül 1992 yılında Bank of England'ın yoğun müdahalelerine rağmen İngiltere'de faiz oranları bir günde %5 oranında yükselmiştir (Pilbeam, 1998:301)

Ayrıca, Almanya 1990 Ekimde Doğu Almanya ile birleşmiştir. Bunun sonucunda transfer harcamalarında artışlar meydana gelmiş bu da bütçe açıklarına neden olmuştur. Bundesbank bu açıklara karşın sıkı para politikası uygulamaya başlamıştır. Bu dönemde Japonya ve ABD'de faiz oranları %5 iken, 1988 yılında Almanya'da %9 un üzerinde idi.

Alman Markı enflasyondaki ykseklilik nedeni ile diğer EMS ülkelerine göre reel olarak değer kazanmıştır. Diğer EMS lkeleri bütün bu gelişmelere rağmen sıkı para politikası izlemeye devam etmişlerdir. Bu da birlik içindeki ülkelerde para politikaları arasında çelişkiler olduğunu ortaya çıkarmıştır. Sonuçta EMS ülkelerine olan güven sarsılmıştır. Kurların tutulmaya devam edilmesi sonucu İngiltere ve İtalya'da 1992 yılında dvız rezervleri erimiş ve kriz etkisini göstermiştir.

Sonuç olarak ERM krizini yaratan nedenleri kısaca söyle açıklamak mümkündür(Bustelo, 2000 :19).

ABD'deki faiz oranlarına göre yüksek olan Avrupa lkeleri faiz oranlarının, yabancı sermayeyi bu bölgeye çekmesi sonucunda ülke paralarının aşırı değerlenmesi ve cari açıkların artması bu krizin nedenlerindendir.

Avrupa ülkelerinde krizden önce nispeten daha gevşek maliye politikası uygulanmış fakat daha sonraları sıkı para politikası uygulanmıştır. Sonuçları verimli olmamıştır.

Cari açıkları finanse etmede gerekli olan yabancı sermayeyi çekmek için yüksek tutulan faiz oranları yatırımları engellemiştir. Sonuçta resesyona yol açmıştır. Paralarını Alman Markına bağlayan diğer Avrupa ülkeleri de bunun sonucunda resesyona itilmiştir.

Bütün bunlardan anlaşıldığı gibi; ERM krizi, sabitlenmiş döviz kurunun, aşırı değerli paraların, finansal serbestleşme çelişkili politikaların, ve uluslararası sermaye piyasalarındaki spekülasyon davranışların bir sonucu olarak oluşan para krizidir.

ERM krizlerine özgü dört özelliği şu şekilde belirtmek mümkündür (<http://www.dtm.gov.tr>) :

Birinci özellik, para sihirbazı olarak anılan George Soros'un krizin tetiğini çekmede oynadığı rol. Soros daha işin başında Sterlin'deki devalüasyon olasılığını farketmiş, kısa dönemli krediler şeklinde yaklaşık 15 milyar dolarlık kısa pozisyon almıştır. Kısa pozisyonun amacı döviz kuru rejimindeki bir çöküşten kar etmektir ve Soros kendi satışlarıyla bu çöküşü hızlandırmaya çalışmıştır.

İkinci özellik ise, sermaye hareketlerinin yüksek olduğu bir dünyada döviz rezervleriyle krizler arasındaki ilişki yok denecek kadar azdır. İngiltere ve İtalya merkez bankalarının yeterli rezervleri vardı, üstelik ERM düzenlemeleri çerçevesinde Almanya'dan kredi alma haklarını da kullanabilirlerdi. Döviz kuruna büyük miktarlarda müdahale edebilecek konumdaydılar (İngiltere'nin birkaç gün içerisinde 50 milyar dolar değerinde Sterlin aldığı sanılmaktadır). Üstelik bu müdahaleyi para tabanında bir azalmaya meydan vermeyecek şekilde açık piyasa işlemleriyle dengeleyerek sterilize şekilde yapmışlardır. Doğal olarak bu işlem beklenen etkiyi yaratmamıştır. Sterlin sadece para tabanındaki kısıtlamayla korunmaya çalışılmış, başka enstrüman kullanılmamıştır, nitekim faiz oranlarının yükselmesinden yalnızca iki gün sonra Bank of England sabit pariteyi terk etmiştir.

Üçüncüsü, ERM’deki geçmişe dönük krizler şaşırtıcı bir gerçeği daha ortaya çıkarmıştır; krizler finans piyasaları tarafından beklenmedikleri anda ortaya çıkmaktadır. spekülasyon hareketlere maruz kalan para birimlerinin bandın dışına doğru genişlemeye, ancak çöküşten bir ay kadar önce başladığını görülmüştür.

En son özelliği ise, ERM krizlerinden alınacak dikkate değer bir ders de, krizden etkilenen ve para birimleri bandın dışına çıkan ülkelerin zaman içinde aldıkları önlemlerle, para birimlerini korumaya çalışan ülkelere nazaran ekonomik açıdan daha iyi konuma geldikleridir. Özellikle İngiltere enflasyon oranında bir artış olmadan işsizliği önemli ölçüde azaltabilmiştir.

B) MESİKA KRİZİ (1994–1995)

Meksika 1970 yılından itibaren, 1976 yılında ve 1982 yılında da ekonomik kriz geçirmiştir. Meksika bu krizlerin ardından ülke ekonomisini düzeltmek amacı ile finansal, yapısal ve ekonomik alanda birçok yenilik yapmaya çalışmıştır. Bunların ardından bir Latin Amerika ülkelerinden olan Meksika, Aralık 1994 tarihinde para biriminde ortaya çıkan çöküş ile sarsılmış, kriz konusundaki beklentilerin artması üzerine 20 Aralık 1994 tarihinde ulusal para birimi pesoyu devalüe etmek zorunda kalarak finansal bir krizle karşılaşmıştır.

Kriz öncesinde, bazı reform programları uygulanmaya konulmuştur. Ticaretin serbestleştirilmesi, özelleştirme, yeniden yapılanma ve istikrar gibi piyasa ekonomisine işlerlik kazandıracak düzenlemeler başlamıştır (Dornbusch vd., 1995: 247)

Meksika’da 1992 yılında bankacılık kesiminde özelleştirmeler tamamlanmış, çoğunluğu büyük holdinglere satılmış olan bankalar bankacılığı bilmedikleri gibi, serbestleşme sonrası ihtiyatsız bir bankacılık devreye girmişti: bankaları zorunlu rezerv gerekleri düşürülmüş, finansal sisteme giriş engelleri ve borçla finansman sınırları gevşetilmişti. Bu nedenlerle bankaların risk yapısı ve riskli krediler artmış,,kredilerin çoğu tüketim, konut ve ipotek kredileri olmuştu (Edwards, 1999: 289)

Meksika’da kriz öncesi dönemde mali ve parasal disiplin yeniden sağlanmış ve NAFTA anlaşması da bu girişimlerin istikrara kavuşmasına katkı sağlamıştır (Taylor, , 1998: 21).

1988 yılında dolara bağlanmış sabit kur politikasına ve IMF desteği ile istikrar, dezenflasyon politikası devreye sokulmuştur. Ocak 1988’den, Kasım 1991’e kadar üç yıl önceden belirlenmiş oranda devalüasyon yapılmaktaydı. Enflasyon beklentilerini kırmak için devalüasyon oranı, enflasyon oranının altında tutuluyordu. Kasım 1991’den itibaren sistemi biraz daha esnek kılabilmek için taban ve tavanı belli bir asimetrik bant saptandı. 1993 Ekimine kadar dolar-peso paritesi oldukça istikrarlıydı (Edwards, 1998: 682).

Her ne kadar nominal kur belirlenen oranda değer kaybediyorsa da, enflasyon oranı, nominal döviz kuru değer kaybını aştığı için peso reel olarak değer kazanmaktaydı. Fakat enflasyon oranı da 1990 ve 1993 yılları arasında %100 den %56 ya gerilemiştir. Ekonomi bu dönemde ortalama %3 büyümüştür. Enflasyon oranı düşmüş olsa da ABD’deki enflasyon oranına göre çok yüksekti. Peso dalara karşı 1990–1993 yılları arasında değer kazanmıştı. Bunun sonucunda cari hesap açığı artmıştır (Tomita, 2000: 36)

Kurun istikrarı, enflasyon oranının düşmesi ve faiz gelirlerinin cazip olması yabancı portföy yatırımlarını Meksika’ya çekiyordu. Meksika’da cari açıklarını sermaye girişleri ile kolayca finanse ediyordu. Meksika’nın yabancı döviz rezervleri 1990 yılında 9,4 milyar \$ ‘dan 1994 yılında 25,7 milyar \$’a çıkmıştır (Edwards, 1999: 269–334).

1994 yılında Meksika’da yaşanan krize bakıldığında temel nedenin, 1980’li yılların sonunda ve 1990’lı yılların başında olumlu konjonktürün etkisi ile ülkeye gelen çok kısa dönemli sıcak paranın, değerlenmiş kur, yüksek cari ödemeler açığı, özel tasarruflardaki düşme ve politik istikrarsızlıkları görerek ülkeden çıkmaya başlaması olduğu görülmektedir. 1990 ve 1993 yılları arasındaki dönemde ülkeye özel yabancı sermaye girişi 72,5 milyar dolar düzeyine çıkmıştır. 1994 yılına girildiğinde kimse bir kriz öngörmemiştir. Aksine 1993 sonunda NAFTA’ya girişin Amerikan Kongresi’nde

onaylanması ile birlikte yabancı sermaye ile ilgili beklentiler daha da artmıştır. Fakat 1994 yılının sonunda oluşan panik havası ile ülke döviz rezervleri 26 milyar dolardan 6 milyar dolara gerilemiştir. Bu olayı büyük bir devalüasyonun takip etmesi ise finansal krize ortam hazırlamıştır (Dorukkaya ve Yılmaz, 1999:127)

Meksika krizinden birtakım dersler çıkarılmıştır bunları şu şekilde sıralamak mümkündür(Erdoğan 2002:70):

Sabit yada yarı sabit kura dayalı istikrar politikaları uygulandığında, ilk başta olumlu etkiler ortaya çıksa da orta veya uzun vadede aşırı değerli döviz kuru yaratarak cari açıklara yol açmaktadır.

Geniş cari açıkları kısa vadeli yabancı sermaye ile finanse etmek ciddi sorunlar ortaya çıkarmaktadır.

Portföy yatırımlarının, kısa vadeli sermaye akımlarının aşırı şekilde değişken ve ekonomik istikrarı bozucu olduğu anlaşılmıştır.

Bankaların denetim ve düzenlemelerinin yapılması gerekliliği anlaşılmıştır. Zayıf bankacılık krizin yayılmasına yol açmıştır. Ayrıca Merkez Bankası'nın kriz zamanlarında faiz oranlarını kullanarak krizin engellenmesi çabasını engellemiştir.

Finansal işlemlerdeki şeffaflığın yatırımcıları güvenliğini sağlamada önemli bir rolü olduğu anlaşılmıştır (Yay, vd., 2001: 34).

Finansal krizleri önlemek için, bir ülkenin Borç/ GDP oranının düşük olması yeterli değildir.

Bir ülkenin kısa dönem yükümlülükleri, o ülkenin ticari bankalardaki kısa vadeli mevduatlarını da kapsar. Çünkü bankalar ödeme güçlüğü ile karşılaştıklarında, piyasalar bu mevduatların devlet tarafından geri ödeneceğini beklerler. Döviz kuru açısından önceden sabit bir belirleyip ilan etmek, uygulanacağı ilan edilen bu politikaların güvenilirliğini arttırmamaktadır. Bu politikaların güvenilirliği daha çok, politika yapıcılarının sabit kuru savunma yeteneklerine bağlıdır.

Enflasyon oranlarını indirmede, sabitlenmiş döviz kurları etkili olabilir. Fakat sabit kurlar ekonomide istikrar sağlandıktan sonra da devam ettirilirse, ekonomik açıdan sonuçları tehlikeli olabilir. Yüksek düzeylerdeki enflasyon oranı uygun düzeye indirildikten sonra sabit kurdan, ayarlanabilir askı, bir döviz bandı ve ya dalgalı kur gibi daha esnek bir döviz kuruna geçilmelidir (Sachs vd. ,1996: 280–281).

C) ASYA KRİZİ (1997–1998)

1997 yılında Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland, Japonya, Çin, Hong Kong, Tayvan'ı da içine alan Asya krizi tüm dünya ekonomilerini de etkileyen Mali bir krizdir. Kriz Şubat 1997'de başlamış, 2 Temmuz 1997'de Tayland'ın para birimi Baht'ı devalüe etmesi ile önce bölgedeki ülke ekonomilerine daha sonra ise tüm dünya ekonomilerine yayılmıştır.

1989 yılı sonrasında Tayland parası Baht Dolara bağlanmıştır. Ancak 1996 Yılıının sonunda Tayland'da cari açıkların artması, İhracatta düşüş yaşanması, yüksek oranda seyreden gayri menkul fiyatlarının düşmesi ile birlikte Tayland'da devalüasyon beklentisi artmıştır. Bu gelişmeler sonucunda Merkez Bankası'nın kuru tutma girişimi için piyasaya yapmış olduğu yoğun müdahaleler ve şirketleri desteklemek için likidite vermesi, sermayenin kaçmasına ve uluslararası rezerv kayıplarına yol açmıştır. Temmuz 1997'de sabit kur kaldırılıp Tayland parası Baht devalüe edilmiştir. Baht'ın devalüasyonundan sonra güney Doğu Asya bölgesinde finansal panik oluşmuştur. Baht'ın devalüasyonundan sonra Filipinler de 11 Temmuz 1997 yılında Pesonun dalgalanmasına izin vermiştir. Bu gelişmelerin ardından 14 Temmuz 1997 yılında Malezya'da Ringgit'in sabitlenmesini kaldırmıştır. IMF; Tayland'la 14 Ağustosta anlaşma paketi imzaladığında Endonezya'da Rupiah'ı dalgalanmaya bırakmıştır. Döviz piyasası baskısı nedeni ile 17 Ekimde Tayvan da Yeni Tayvan Doları'nı dalgalanmaya bırakmıştır. Hong Kong para kurulunu savunmak için faiz oranlarını yükseltmiştir. Bu Heng Seng indekisinde keskin bir düşüş yaratmıştır. IMF'nin Endonezya'ya yardım paketinden sonra da Rupiah'daki değer kaybı sürmeye devam etmiştir. Güney Kore'de para bandını genişletip Aralık ayında IMF ile 35 milyar dolarlık yardım anlaşması yaptıktan sonra bandı kaldırarak Won'u dalgalanmaya bırakmıştır(Tomita, 2000: 33).

Tablo 9. Bazı Doğu Asya Ülkelerinin Para Birimleri Ve Borsalarında Meydana Gelen Değişiklikler

	Para Birimleri Dalgalanmalar		Borsalar
Ülke	ABD Dolar Karşılığı 21 Ocak 1998 – 20 Ocak 1997		21 Ocak 1998’de 31.12.1997 tarihine göre dolar bazında % değişim
Endonezya	11,350	2,371	11,350
G.Kore	1,724	855	1,724
Tayland	52,4	25,8	52,4
Malezya	4,40	2,49	4,40
Filipinler	42,1	26,3	42,1
Singapur	1,75	1,41	1,75
Hong Kong	7,74	7,74	7,74
Çin	8,28	8,30	8,28
Tayvan	33,5	27,5	33,5

Kaynak: The Economist, 24 Ocak 1998

Tablo 10. Doğu Asya Ülkelerinin Paralarının, Temmuz 1997’den Ocak1998’e Dolar Karşısındaki Değer Kayıpları

Ülke	Ulusal Paranın Değer Kaybı (%)
Endonezya	59
Tayland	47
Güney Kore	42
Malezya	37
Filipinler	27
Singapur	16
Tayvan	16

Kaynak: NEFTÇİ ; "Asya Paraları Ne Durumda?"
Hürriyet Gazetesi (16.01.1998).

Tablo 9, Doğu Asya ülkelerinin para birimlerindeki ve borsalarındaki değişiklikleri vermektedir. Tablo 10 ise Doğu Asya ülkelerinin para birimlerinin dolar karşısındaki değer kaybını göstermektedir. Tablolarda da anlaşıldığı gibi ekonomideki

dengesizlikler sonucu bu ülke paralarının değeri dolar karşısında oldukça yüksek oranda düşüşle karşılaşmıştır. Ulusal parası en yüksek oranda değer kaybeden ülke Endonezya olmuştur. Onu Tayland ve Güney Kore izlemektedir.

Bu krizin meydana gelmesindeki temel neden; kısa vadeli sermaye hareketlerine yol açan, finansal kesimin serbestleştirilmesine yönelik çalışmalardır. Doğu Asya ülkeleri 1990'lı yıllardan itibaren finansal serbestleşme süreci içine girmişlerdir.

Banka ve banka dışı finansal kurumların piyasaya giriş engellerinin azaltılması, faiz oranları üzerindeki sınırlamaların kaldırılması, kredi koşullarının gevşetilmesi, yeni finansal piyasaların ve araçların teşvik edilmesi ve finans kesiminin dış boyutunun serbestleştirilmesi gibi yenilikler yapılarak Asya ülkelerindeki Finansal piyasalar serbestleştirilmeye çalışılmıştır(Asian Development Bank, 1998:6).

Yapılan bu serbestleşme kısa vadeli sermaye hareketlerinin artmasına yol açmıştır. Sermaye kontrollerini ilk kaldıran ülke Endonezya olmuştur. Tayland 1993 yılında yabancı sermayeyi çekmeye yardımcı olmak için bir hükümet kurumu oluşturmuştur. Malezya, kısa vadeli sermaye hareketlerine uyguladığı bazı kontrolleri sürdürmüştür. Kore ise istisnai olarak an azından kağıt üzerinde uzun bir süre kısa vadeli yabancı sermaye ye karşı olsa da, OECD'ye katılmak için yapmış olduğu müzakerelerde uluslararası bankalardan kısa vadeli olarak yoğun şekilde borçlanmaya izin vermiştir (Edwards, 1999:287).

Asya ülkelerine büyük miktarda kısa vadeli yabancı sermaye girişi, yerli mali varlıkların fiyatını yükseltmiş ve finansal piyasalarda suni ve spekülasyona açık bir artışa sebebiyet vermiştir (Dadush v.d. , 2000: 57)

Tablo 11. Bazı Doğu Asya Ülkelerinin Sermaye Akışının GSMH'ya Oranı

Yıllar	1994	1995	1996	1997
G.Kore				
Doğrudan Yatırımlar	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2
Net Portföy Yatırımları	1,8	1,9	2,3	-0,3
Diğer Net Yatırımlar*	1,7	2,5	3,0	3,4
Endonezya				
Doğrudan Yatırımlar	1,4	2,3	2,8	2,0
Net Portföy Yatırımları	0,6	0,7	0,8	-0,4
Diğer Net Yatırımlar*	1,9	3,1	2,7	0,1
Tayland				
Doğrudan Yatırımlar	0,7	0,7	0,9	1,3
Net Portföy Yatırımları	0,9	1,9	0,6	0,4
Diğer Net Yatırımlar*	7,0	10,0	7,7	-12,6
Malezya				
Doğrudan Yatırımlar	5,7	4,8	5,1	5,3
Net Portföy Yatırımları	-	-	-	-
Diğer Net Yatırımlar*	-4,1	4,1	4,5	-0,6
Filipinler				
Doğrudan Yatırımlar	2	1,8	1,6	1,4
Net Portföy Yatırımları	0,4	0,3	-0,2	-5,3
Diğer Net Yatırımlar*	2,5	2,4	8,5	4,5
Çin Halk Cumhuriyeti				
Doğrudan Yatırımlar	5,9	4,8	4,6	4,3
Net Portföy Yatırımları	0,7	0,1	0,3	0,2
Diğer Net Yatırımlar*	-0,9	0,2	-0,3	-0,8

Kaynak: World Economic Outlook, IMF, Aralık 1997 *Diğer yatırımlar dış borçların tamamını ifade etmekle beraber, Doğu Asya ülkelerinin dış borçlarının çoğunluğu kısa vadeli borçlardır.

Tablo 12. Doğu Asya Ülkelerinde GDP Büyüme Oranları

Ülkeler	1980–1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Çin	9,5	3,8	9,2	14,2	13,5	12,6	10,5	9,7	8,8
Endonezya	5,3	9,0	8,9	7,2	7,3	7,5	8,2	8,0	5,0
Filipinler	1,9	3,0	-0,6	0,3	2,1	4,4	4,8	5,7	5,1
G.Kore	7,8	9,5	9,1	5,1	5,8	8,6	8,9	7,1	5,5
Hong Kong	7,3	3,4	5,1	6,3	6,1	5,4	3,9	4,9	5,3
Japonya	3,8	5,1	3,8	1,0	0,3	0,6	1,5	3,9	0,9
Malezya	5,8	9,6	8,6	7,8	8,3	9,2	9,5	8,6	7,8
Singapur	7,3	9,0	7,3	6,2	10,4	10,5	837	6,9	7,8
Tayland	7,3	11,6	8,1	8,2	8,5	8,6	8,08	5,5	-0,4
Tayvan	8,1	5,4	7,6	6,8	6,3	6,5	6,0	5,7	6,9

Kaynak: Bustelo, P. , 1998:6

Asya krizinin diğer önemli bir özelliği krizin önceden öngörülemediği olmasıdır. Tablo 12’de Doğu Asya ülkelerinde büyüme oranları verilmiştir. Tabloda görüldüğü gibi 1996 yılında bu ülkelerde birtakım yavaşlama eğilimine rağmen, bu ülkeler mali istikrar içinde bir kalkınma süreci izlemişlerdir. Bu ülkelerde 1985 ve 1995 yılları arasında kişi başına GNP’ de önemli derecede artışlar meydana gelmiştir. Bu gelişme Taylan’da %8,4, Çin’de %8,3, Güne Kore’de %7,7, Singapur’da %6,2, Endonezya’da %6, Malezya’da %5,7, Hong Kong’da da %4,8 olmuştur. Bu dönemde sadece Filipinler %1,5’lik bir gelişme ile bu eğilimin dışında kalmışlardır. Yine aynı dönemde dünya genelinde düşük gelirli ülkeler sadece %0,4 oranında büyürken, yüksek gelir gruplarına dahil ülkeler ise sadece %0,8 oranında bir büyüme gerçekleştirmişlerdir(Bustelo, 1998:5)

Tayland ekonomisindeki istikrarsızlıklar ciddi olarak ilk kez 1996 yılında fark edilmeye başlamıştır. Kriz öncesi gerçekleştirilen olağanüstü ekonomik başarılar, bazı sorunların göz ardı edilmesine neden olmuştur. 1985–1995 yılları arasındaki dönemde, Tayland ekonomisi yılda yaklaşık olarak ortalama %9 seviyesinde büyüme göstermiştir. Güney Kore’de ise kişi başına düşen milli gelirin son 30 yılda 10 kat artmıştır. 30 yıldan bu yana ortalama %8’lik bir büyüme hızı ile dünyanın 11. büyük ekonomisi haline gelmiştir. Ekonomik krizle karşı karşıya bulunan Güney Kore’de sorunların temelinde başarısız para ve maliye politikalarının haricinde, finans sektöründeki yapısal bozukluklar yatmaktadır. Malezya ise uzun bir dönem süresince yüksek büyüme hızına sahip olan bir Asya ülkesi olmuştur. Bu büyümenin devam edeceği düşüncesi hakimdir. Hâlbuki büyüme ve enflasyon oranı arasındaki ilişki göz ardı edilmiştir. Malezya’da, 1990–1997 yılları arasında büyüme ortalama %8,8 iken aynı dönemde enflasyon oranları %2,6 ile %4,7 arasında dalgalanma göstermiştir (<http://www.dtm.gov.tr>) (20.08.2005).

Tablo 13. Kredi Veren Ülke Bankaları (Milyar Dolar, 1996 Sonu İtibariyle)

Kredi Alan Ülke	ABD	JAPONYA	AVRUPA BİRLİĞİ	TOPLAM KREDİLER
G.Kore	9,4	24,3	33,8	100
Endonezya	5,3	22,0	21,0	55,5
Tayland	5,0	37,5	19,2	70,2
Malezya	2,3	8,2	9,2	22,2
Filipinler	3,9	1,6	6,3	13,3
Çin	2,7	17,8	26,0	55,0
Vietnam	0,2	0,2	1,0	1,5
Tayvan	3,2	2,7	12,7	22,4
Singapur	5,7	58,8	102,9	189,3
Hong Kong	8,7	87,5	86,2	207,2
DoğuAsyaToplam	46,4	260,6	318,3	736,6

Kaynak: World Economic Outlook, IMF, Aralık

Tablo 13’de Asya ülkelerinin ABD, Japonya ve Avrupa Birliğinde almış olduğu krediler görülmektedir. Hong Kong 87,5 Milyar dolarla Japonya’dan en çok kredi alan ülkedir. Singapur ise 102,9 milyar dolar ile AB ülkelerinden en çok kredi alan ülkedir. Tablodan görüldüğü gibi güney doğu Asya ülkeleri 318,3 milyar dolarla en çok AB ülkelerinden kredi kullanmıştır. ABD’den en çok kredi alan ülke ise Güney Kore’dir.

Ekonomik krizle karşı karşıya bulunan Güney Kore’de sorunların temelinde başarısız para ve maliye politikalarının dışında, finans sektöründeki yapısal bozukluklar yatmaktadır. Güney Kore başarılı ekonomik politikalar uygulamış bir Asya ülkesi olmasına rağmen, sorunların bu noktaya gelmiş olması, büyük ölçüde ülkedeki aşırı yatırım eğiliminden kaynaklanmaktadır. Tasarruf oranının çok yüksek düzeyde oluşmasına rağmen, yurt içi tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesi ile yetinilmemiş, ayrıca çok olumsuz koşullarda yabancı kredilere de başvurulmuştur. Yabancı kredilerin önemli bir kısmının kısa vadeli borçlardan oluşması ise, ekonomik politikaları, bölge dışında oluşan tercih ve politikalara önemli ölçüde bağımlı kılmıştır. Bir yandan ekonomisi büyürken diğer yandan da borçları büyüyen G. Kore’nin borçlarının büyük bir kısmı, dolar faizinin Won (yerel para birimi) faizinden daha düşük olması nedeniyle, dolar cinsinden olmuştur. ABD Doları cinsinden borçlanılmasını teşvik eden bir diğer unsur ise paralarının dolara bağlanmış olmasıydı. G. Kore’nin ekonomisi büyüdüğü müddetçe bu durum bir sıkıntı yaratmamaktaydı. Ancak, 1995 yılı ortalarında başlayan doların değer kazanışı, bu ülkenin ihracatını, diğerlerinininkini etkilediği gibi olumsuz yönde etkilemişti. Güney Kore 1996 yılında parasını dalgalanmaya bırakmıştır. Ancak devalüasyon, dolar cinsinden borçlanmış olan diğer ülkeler gibi Güney Kore’yi de zor durumda bırakmıştı. Tüm bu gelişmeler 1997’de dört büyük holdingi iflas noktasına getirmiştir. Sonuçta G. Kore de IMF’den kredi istemek zorunda kalmıştır (<http://www.dtm.gov.tr/yayınlar /raporlar> (10.9.2005)).

D) RUSYA KRİZİ (1998)

Rusya’da 1997 yılında başlayan ekonomik sıkıntılar Temmuz 1998’de daha da artış göstermiştir. 17 Ağustos 1998’de 1Ruble 6 Dolardan, 1 Ruble 9,5 Dolara devalüe edilmiştir. Bunun sonucunda döviz üzerinden sermaye hareketlerinin sınırlandırılması ve 90 günlük moratoryum ilan edilmesi ile sonuçlanan bir ekonomik kriz yaşanmıştır. Bu krizin kökenleri eskilere dayanmakla beraber oluşumunda kısa vadeli karlar peşinde koşan kısa vadeli sermayenin spekülatif davranışlarının da etkisi bulunmaktadır (Akdiş, 2000:14)

Rusya’da ekonomik krizin oluşmasına temel hazırlayan birtakım sorunlar bulunmaktadır, Bu sorunları kısaca şu şekilde sıralamak mümkündür (Malkoç, 1999:4) :

- i. GSYİH’ DA ve üretimde ciddi düşüşler meydana gelmiştir.
- ii. Çoğu zaman, parasal genişleme hızındaki yavaşlamaya rağmen, sürekli veyüksek oranlı enflasyon görülmekteydi,
- iii. Mali gelirlerde (başta vergi gelirleri olmak üzere) gerileme görülmektedir,
- iv. Uygun kur politikalarının tespitindeki sıkıntılar yaşanmaktadır,
- v. Dış mali yardımların rollerinin belirlenmesinde sorunlar bulunmaktadır,
- vi. Finansal sektör reformunda güçlüklerle karşılaşılmaktadır,
- vii. Özelleştirme ve işletmelerin yeniden yapılandırılması,
- viii. Hükümet harcamalarının yapısındaki sağlıklı durum söz konusudur.

Tablo 14. Rusya’ya Ait Çeşitli Veriler (Yüzde Değişim)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 *	1999*
GSYİH’ nın gelişimi	-5	-14,5	-8,7	-12,6	-4	-2,8	0,4	1	1,9
Enflasyon Oranı	92,7	1.353	895,5	302	190,1	47,8	14,7	8,1	5,0

Kaynak: IMF Worl Economic Outlook, May 1998 * Tahmin

Tablo 14’de Rusya’ya ait GSYİH oranları ve enflasyon oranları verilmiştir. Rusya’da 1991 yılından 1997 yılına kadar GSYİH oranlarında azalmalar yaşanmış, bu dönemde Rusya ekonomisi daralmıştır. Bu da Rusya’nın zorlu bir dönem geçirdiğini göstermektedir. Rusya’da serbest piyasa ekonomisine geçişle beraber üretimde düşüşler yaşanmasının yanı sıra enflasyon oranları da oldukça yüksek bir seyir izlemektedir. Tablo 21’de Rusya’daki enflasyon oranları da verilmiştir. 1992 yılında enflasyon oranı %1,353’lere kadar yükselmiştir. Rusya’daki bu yüksek enflasyon miktarlarında para arzında meydana gelen genişlemelerin rolü büyüktür.

Kriz öncesi 1996 ve 1997 yılları arasındaki dönemde Rusya’da finans ve kredi faaliyetlerindeki yabancı yatırım miktarları yaklaşık %229 oranında artmıştır. Bu dönemlerde Rusya’da bankalara düşük faizlerle kolayca para akıtılmış, bankalarda iç piyasada oldukça yüksek faizlerle bu paraları plase etmişlerdir. Fakat dünya petrol fiyatlarındaki düşüş ve Rusya’nın dış gelirlerinin %40’ını sağlayan enerji hammaddeleri sebebi ile uğramış olduğu kayıp, piyasaya verilen kredilerin geri dönüşlerinde problemler meydana getirmiştir. Bütün bunlarda krizin başlamasının sebeplerinden olmuştur (Uludağ, 1998: 4).

Tablo 15. Rusya’nın dış ticaret ve cari işlemler dengesi (milyar\$)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*
İhracat	44,3	66,3	79,1	90,5	88,7	81,3	85,1
İthalat	32,8	50,5	57,9	73,9	74,8	74,1	77,0
Dış Tic. Dengesi	11,5	15,8	21,2	16,6	13,9	7,2	8,1
Cari İş. Dengesi	2,6	10,4	4,5	2,2	-1,2	-6,0	-7,0

Kaynak: IMF Word Economic Outlook, May 1998, IFS 1996 Yearbook, IMF Survey*
Tahmin

Tablo 15’de Rusya’nın ihracat ve ithalat oranlarıyla, cari işlemler dengesi oranları verilmiştir. Tabloda görülen, Rusya’nın cari işlemler dengesindeki açığın nedeni petrol ve diğer doğal kaynakların fiyatlarında meydana gelen düşüşlerdir. Özellikle petrol Rusya’nın ihraç ettiği önemli doğal kaynağıdır.

Tablo 16. Rusya'nın Vergi Gelirlerinin Ve Hükümet Harcamalarının GSMH'ya Oranı

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Vergi Gelirleri	28,4	27,8	25,7	24,8	23,7	-
Federal Gelirler	16,6	13,7	11,8	12,1	11,9	10,8
Bölgesel Gelirler	11,8	14,1	13,9	12,7	11,8	-
Hükümet Harcamaları	67,1	42,1	38,3	30,6	32,2	-
Federal Harcamalar	55,9	27,8	24,3	17,6	19,8	18,3
Bölgesel Harcamalar	13,0	17,0	17,5	14,5	14,7	-

Kaynak: IMF Word Economic Outlook, May 1998, IFS 1996 Yearbook, IMF Survey

Tablo 16'de Rusya'ya ait vergi gelirleri ve hükümet harcamalarının GSYİH' ya oranları verilmiştir. Rusya'nın yukarıda sözü edilen kayıplarının yanı sıra, tablodan da görüldüğü gibi vergi gelirlerinde de düşüşler yaşanmıştır. 1992 yılından sonra Federal ve Bölgesel vergi gelirlerinde düşüşler yaşanmıştır. Toplam vergi gelirinin GSMH'ya oranı 1992 yılında 28,4 iken 1996 yılında 23,7'ye düşmüştür. Bu vergi sistemindeki geri kalmışlıktan kaynaklanmaktadır. Ayrıca tabloda hükümet harcamalarının GSYİH'ya oranı da verilmiştir. 1992 1996 yılları arasında bu oran düşmüştür. 1992 yılında 67,1 olan bu oran 1996 yılında 32,2 ye kadar gerilemiştir. Bunun nedeni olarak devletin özelleştirme sonucunda özel sektöre geçen işletmelere yönelik sübvansiyonları kesmesini gösterebiliriz.

Rusya'yı krize götüren nedenleri şu şekilde sıralamak mümkündür; yüksek enflasyon oranları, Büyüme oranlarındaki düşüş, cari işlemler dengesindeki açık, düzgün işlemeyen bankacılık sistemi, vergi gelirlerindeki düşüş, bütün bu nedenler Rusya'da bir finansal krize ortam hazırlamıştır. Rusya ekonomisindeki bu istikrarsızlıklara kısa vadeli sermayenin spekülatif davranışları da eklenmiş, Rusya için daha ağır bir yük ortaya çıkmıştır.

E) BREZİLYA KRİZİ (1999)

Brezilya uzun yıllar hiper enflasyonla mücadele etmiş bir ülkedir. 1993–1994 yıllarında Bu ülkede enflasyon oranı %2700’leri aşmıştır. Ancak 4,5 yıl boyunca enflasyona karşı vermiş olduğu mücadele sonucunda %1–3 enflasyonlara ulaşmayı başarmış bir ülkedir. Yapmış olduğu yeniliklerle (özelleştirmeler, kamusal alanda yapılandırma, kurun çapa olarak kullanılması, parasal reformlar) 1994 ve 1997 yılları arasında %4’lük büyüme hızına ulaşmıştır. Bütün bunlara rağmen 13 Ocak 1999 tarihinde Brezilya bir mali krizle karşılaşmıştır.

Bütün bu olumlu gelişmelerin ardından 1990 yılından 1995 yılına kadar oluşturulmuş olan operasyonel denge 1995 yılında kötüleşip, GSMH’nın %5, 1996 ve 1997 yıllarında ise %4 açığa dönüşmüştür (Yay vd., 2001:42).

1998 yılında seçimlerden dolayı bütçe açıkları GSMH’nın %8’ine ulaşmıştır. Kamu açıkları, iç borçlarla finanse edilirken, cari açıklarda sermaye akımları ile finanse edilmekteydi. Sermaye akımları, aşırı değerli para ve geniş cari açıklarla desteklenmekteydi (Cardosa ve Helwege, 1999).

Brezilya’daki krizde spekülasyonların etkileri görülebilmektedir. Dünyanın hızla büyüyen ülkesinde kriz öncesi dönemlerde büyük oranda bir yabancı sermaye akımı gerçekleşmiştir. Fakat yabancı sermaye akımları da 1998 ve 1999 yıllarında belirgin bir azalma görülmüş, özellikle portföy yatırımları kriz yılında yaklaşık 18 milyar dolarlık bir gerileme göstermiştir (IIF, 1999:3)

Brezilya bu krizden sonra, 35 milyar dolar dış yardım sağlamıştır. Kısa bir geçiş döneminin ardından Haziran 1999 yılında enflasyon hedeflemeye geçilmiştir. Yani krize tepki politikası sıkı maliye politikası, enflasyon hedefleme ve dış destekten oluşmaktaydı. Buna göre enflasyon hedefi 1999 yılı için %8, 2000 yılı için %6 ve 2001 yılı için %4 olarak belirlenmişti (Yay vd. , 2001: 42).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ

Bu bölümde Türkiye’de finansal serbestleşme ve sermaye hareketlerinin gelişimi ve etkilerinden bahsedilecektir. Ayrıca Türkiye’de sermaye hareketlerinin türleri ve boyutlarından bahsedilecektir.

I. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERBESTLEŞME VE SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

Türkiye ekonomisi 1950’li yıllardan başlamak üzere dış ticarete müdahale eden, kambiyo kontrollerini içeren bir politika izlemiştir. 1960’larda ise ithal ikamesine dayalı büyüme modeli izlemiştir. 1960’lardan 1970’lerin ortalarına kadar yüksek oranda büyüme ve istikrarlı enflasyona yönelik bir politika izlemiştir. Bu dönemde hazırlanan beş yıllık kalkınma planları doğrultusunda uygulanan ithalatı ikame edici büyümeye yönelik strateji başarı kazanmıştır. 1973–1974 ‘de dünyada meydana gelen petrol şoku Türkiye ekonomisini de etkilemiştir. 1977’de ödemeler dengesi açıkları büyümeye başlamıştır. 1979 yılında tekrar yaşanan petrol şoku ile Türkiye ekonomisindeki makro dengeler bozulmaya başlamıştır.

1970’li yıllarda yaşanan petrol krizi ile birlikte gelişmiş ülkeler stagflasyon içerisinde idiler. Bu durumun en önemli etkisi bu ülkelerde yaşanan faiz hadlerindeki düşme olmuştur. Uluslararası bankalar gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarından yararlanabilmek için bu ülkelere fonlarını yatırmışlardır. Türkiye’de bu borçlardan yararlanmış ve 1975-1977 yılları arasında ithalat/ GSMH oranı artarken İhracat/ GSMH oranı azalmıştır (Kazgan, 1985: 119-121).

1977 yılında kısa vadeli borç toplamı, cari işlem gelirlerini aşmış ve 7.2 milyar dolara yükselmiştir. Aynı zamanda orta ve uzun vadeli borç toplamı da 1978 yılında 6,7 milyar dolara ulaşmıştır. Aynı dönemde ihracat gelirlerinin 2 milyar dolar olduğu

düşünülürse, borç stokunun ne kadar önemli boyutlara ulaştığı daha iyi anlaşılabilir, Bu dönemde izlenen yoğun ithal ikameci sanayileşme politikası da ihracat üzerinde bir baskı oluşturmuştur. Sanayileşme için ithalatın kolaylaştırılması, bunun için gümrük vergilerinin azaltılması, devalüasyonların enflasyonun gerisinde bırakılması, ödemeler bilançosu bakımından sıkıntı doğurmuştur (Kazgan, 1985:123-127).

1978 yılında, özel kesim ağırlıklı borçların vadesi gelmiş ve Türkiye bu borçları ödeyemez duruma düşmüştür. Kısa vadeli borçlar toplam borç miktarının %50'sini oluşturmaktadır. Ödemeler bilançosunda ortaya çıkan bu sıkıntının yanı sıra ülke ekonomisinin göstergeleri de iyi görünmemektedir. Örneğin, 1978'de %12,7 olan işsizlik oranı %14 olmuştur. Enflasyon oranları da artış göstermektedir. 1978 yılında enflasyon oranı %52,6, 1979 yılında %63,9 ve 1980 yılında %107 olarak gerçekleşmiştir. 1978 yılında % 4,3 olan GSMH artış oranı 1979 yılında %-0,6, 1980'de %0,05 olarak gerçekleşmiştir. Böyle bir ortamda Türkiye hem dış borç ödeme güçlüklerinden kurtulmak, hem de ekonomiyi düzenlemek için Nisan 1978 ve Mart 1979' da IMF ile iki kez istikrar programı uygulamaya koymuştur. İstikrar programlarında, TL'nin devalüe edilmesi , KİT ürünlerine zam yapılması, ihracata öncelik vererek ihracatın arttırılması, tasarrufların özendirilmesi, ücret ve maaş artışlarının sınırlı tutulması gibi bir dizi önlemlere yer verilmiştir. Ancak bu önlemler istenildiği gibi gerçekleşmemiş ve sonuç vermemiştir. Sonuçta dışa açılma süreci ile beraber demokrasinin kesintiye uğradığı bir dönem başlamış ve ülke ekonomisinin önceliklerini ve alt yapısını değiştiren 24 ocak kararları alınmıştır(Şahin, 1995:188-191).

1980 öncesi dönemde ise Türkiye'de yabancı sermayenin teşviki konusunda atılan ilk önemli adım olarak 4 Mart 1950 yılında çıkartılan Özel Teşebbüslere Kefalet Edilmesine ve Döviz Taahhüdünde Bulunulmasına Dair, 5583 sayılı kanunu saymak mümkündür: Bu kanuna göre özel teşebbüslerin dışardan yapmış oldukları uzun vadeli dövizli borçlanmalara, toplamı 300 milyon lirayı geçmemek üzere hazine kefalet edebilmektedir. Bu tür borçlanmalar üretimi ve ihracatı arttırıcı nitelikteki işler için ayrıca ülke kalkınmasını sağlayacak; tarım, ulaştırma, endüstri ve turizmde kullanılması şartıyla yapılmaktadır. Bu kanuna göre dışarıdan getirilecek olan nakit ve ya tesisat şeklindeki yabancı sermayeye Maliye Bakanlığı'nca transfer garantisi verilmektedir.

5583 sayılı kanun çok genel bir kanun olduğu için esas yabancı sermayenin teşvikine dair kanun 5821 sayılı Yabancı Sermaye Yatırımlarını Teşvik Kanunu'dur. 9 Ağustos 1951 yılında resmi gazetede yayınlanan bu kanunda; yapılacak yatırımların ülke ekonomisinin kalkınmasında etkili olması, tekel ve imtiyaza imkân tanınmaması, sanayi, enerji, maden, bayındırlık, ulaştırma ve turizm alanlarında yapılması gibi şartlar içermektedir. Ayrıca bu kanuna göre Bakanlıklar ve Merkez Bankası temsilcilerinden oluşan bir komite kurulmalı, bu komite yukarıda belirtilen şartları kabul etmeli ve bu komitenin vermiş olduğu kararı Bakanlar Kurulu onaylamalıdır. Anlaşıldığı gibi Türkiye ekonomisi 1950'li yıllardan başlamak üzere, 1960'lı yıllara kadar dış dengesini artan ölçüde dış ticarete müdahale ve kambiyo kontrolleri çerçevesinde kurmuştur (Yay vd., 2001:25).

1960'lı yılların başında dünya ekonomisindeki dengesizlikler bir krizle kendini göstermiştir. Dünya ekonomisi bu krizden kurtulmanın tek yolunu daha rekabetçi ve piyasacı olmakta bulmuştur. Bu dönemde küreselleşme süreci hızlanmıştır. Türkiye'de ise; 1970 yılından 1975 yılının ortalarına kadar Türk Lirası Dolar karşısında nominal değere göre değer kazanmıştır. 1973–1977 yıllarında ihracatta vergi iadelerinde artış olmuştur. Bu dönemde aşırı değerlenmiş olan döviz kurlarından dolayı döviz harcamaları artmıştır. Türkiye'nin dış borçları artmıştır. Daha önce kullanılmayan kredi türlerinin kullanımı için 1973 yılında kambiyo rejiminde değişiklikler yapılmıştır. Bu krediler daha çok kısa vadeli krediler şeklindedir. Bu kredi türlerini özel dış krediler, dövizle çevrilebilir Türk Lirası mevduat hesapları, döviz tevdiat hesapları ve yetkili bankaların döviz pozisyonu tutması şeklinde sayabiliriz. Bu dönemlerde kullanılmaya başlanan kredilerin ve ayrıca bu kredilerin faizlerinin ödenemez duruma gelmesi Türkiye'nin 1978 yılında kambiyo krizi yaşamasına neden olmuştur (Kaya, 1998:54-65).

Türkiye 1980'li yıllara kadar kapalı bir kambiyo rejimi altında, devlet öncülüğünde bir büyüme modeli izlemiştir. 24 Ocak 1980 den itibaren ise ekonomide serbestleşme ve dışa yönelik büyüme modeline geçilmiştir. Ancak dış ticareti doğrudan müdahalelerden arındırmak 1980'li yılların ortasını, kambiyo denetimlerini kaldırarak sermaye hareketlerinin bütünü ile serbestleşmesi 1980'lerin ortasını bulmuştur. 1981

yılında Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. 1984 yılından itibaren bankalarda döviz hesaplarının açılmasına ve bankaların döviz ile işlemlerini yapmalarına izin verilmiştir. 1984 yılındaki bu gelişme ile bankalardaki döviz mevduatları özellikle 1986 yılından sonraki yıllarda önemli bir finansal tasarruf aracı haline gelmiştir. 1986 yılında Türkiye’de Türk Lirası interbank piyasası kurulmuştur. Bu piyasa Merkez Bankası tarafından kurulmuştur. Bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarının karşılanması, likidite fazlalarının değerlendirilmesi amacını taşımaktadır (Ercan, 2000:43).

1970’li yılların iç talebe dönük ve dış ticarete ithal ikameci yapısı aşırı değerli döviz kuru ve koruma rantlarından beslenen bir sermaye birikimine dayanmaktadır. 1980’lerin dışa açılım modelinde ise, ihracat teşviklerinden sağlanan rantlar bulunmaktadır. 1989 sonrasında uluslararası sermaye hareketlerinin üzerindeki kontrollerin kaldırılması ile tamamlanan finansal serbestleşme süreci ulusal ekonominin ithalat hacmini genişletmiştir. Fakat yurt içi mal ve finans piyasalarında gerekli istikrar koşulları yerine getirilmeden atılan bu erken adımın maliyeti çok ağır olmuş ve dış şoklara karşı geliştirebileceği para ve döviz politikalarından yoksun bırakılan ulusal ekonomi, giderek şiddetlenen finansal reel krizlere sürüklenmiştir (Yeldan, 2001:54).

1989 yılında Türkiye’de Merkez Bankası altın piyasasını oluşturmuştur. Özel finans kurumları, bankalar ve diğer yetkili kurumlar bu piyasadan alım satım işlemleri yapabilmektedirler. 11 Ağustos 1989 yılında yürürlüğe giren 1567 Sayılı Kanunla Türkiye ‘de tam açık kambiyo dönemi başlamıştır. Bu kanun uluslararası finansal piyasalara uyumu sağlayacak liberal bir kur sisteminin kurulması, Türk Lirasının konvertibil hale gelmesi için gerekli uygun ortamın hazırlanması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gibi amaçlar taşımaktadır (Kaya, 1998:57).

1980-1988 yılına ilişkin en önemli gelişme 29.12.1983 yılında yürürlüğe giren 28 sayılı karardır. Daha sonra eksiklikleri tamamlanarak Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 30 sayılı karara dönüştürülen ve 07.07.1984 yılında yayımlanan bu karar ile kambiyo rejiminde serbestleşme yönünde önemli adım atılmıştır. Bu karara göre Türkiye’de yerleşik kişilerin yanlarında döviz bulundurmaları suç olmaktan

çıkılmıştır. Her türlü döviz alıp satmaları, bankalardan döviz cinsinden hesap açmaları serbest bırakılmıştır (Seyidoğlu, 1993:513).

1989 yılında kambiyo rejimi ile ilgili yapılan en önemli düzenleme de Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 sayılı kararın yürürlüğe girmesi olmuştur. 11 Ağustos 1989 tarihli Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren karar ile dış finansal serbestleşmenin en son adımı atılmıştır. 32 Sayılı Karar'ın en önemli özelliği uluslararası hareketleri tamamen serbest hale getirmesidir. Kararın 3. maddesine göre; Türk Parası ve Türk parasıyla ödemeyi sağlayan belgelerin yurda ithalini ve ihracını Bakanlık tarafından belirlenecek ilkeler doğrultusunda serbest hale getirmiştir. Aynı maddenin c fıkası ise dışarıda yerleşiklerin Türkiye'de Türk Parası ile ödeme, tahsilat ve tevdiatta bulunmalarını serbest bırakılmıştır. Kararın 4. maddesi c fıkasına göre Türkiye'de yerleşik kişilerin, dışarıda yerleşik kişilerden Türkiye'de yapacakları işlemler nedeni ile döviz kabul etmelerini serbest bırakılmıştır. Kararın 15. maddesinde Yurt dışında yerleşik kişilerin Türk Menkul Kıymetlerini, Türkiye'de yerleşik kişilerin de yabancı menkul kıymet almalarına izin verilmiştir. Kararın 17. maddesi ise Türkiye'de yerleşik kişilerin Yurt dışından ayni, nakdi ve gayri nakdi kredi temin etmeleri, bu kredileri bankalar ve özel finans kurumları aracılığı ile kullanmaları kaydı ile serbest bırakılmıştır (Uzunoğlu,1995:101-110).

1989 yılında sanayileşmiş ülkelerde bir durgunluk dönemi yaşanmıştır. Sermayenin karlılık oranlarında düşüş olmuştur. Bunun sonucunda karlılık arayan atıl fonlar spekülatif sermaye hareketlerini hızlandırmıştır. Türkiye'de ise sermaye hareketlerine sağlanan serbestlik, yurt içinde uygulanan nominal faiz oranları, Türk Lirasının reel olarak değer kazanması ile yurt dışından borçlanma cazip hale gelmiş, yurt dışından sağlanan kısa vadeli kredilerde 1990 yılında artış meydana gelmiştir. Bütün bu gelişmelerden sonra ülkeye giren yabancı sermayenin artması yanı sıra kurlardaki düşüklük ihracatın artması ithalatın azalmasına neden olmuş, sonuç olarak cari açık artmıştır. Faizlerdeki artış sonucunda ise üretim ve yatırım azalmıştır. Kamu kesiminin sürekli bir açık verdiği bir ekonomide, özel kesiminde tasarruflarını azaltması dışarıdan kaynak ihtiyacını arttırmıştır. Mali piyasalardaki olumsuz gelişmeler, belirsizliğin

artması sonucunda, reel kesiminde üretim, tüketim ve ihracat kararlarını ertelemesine neden olmuştur.

Bütün bunların sonucunda Türkiye ekonomisinde yeni bir kriz daha meydana gelmiştir. Türkiye bu krizi aşmak için 5 Nisan 1994 yılında yapısal önlemler almaya başlamıştır. Günümüzde, dünya çapında üç trilyon milyon dolar dolaylarında bir parasal kaynak olduğu ve bunun yaklaşık iki trilyon dolarının mevduat hesabı, döviz tevdiat hesabı veya döviz kredisi olarak çeşitli ülkelerin bankalarına, finans kurumlarına ve tüzel kişilere dağıldığı bilinmektedir. Bunun yanı sıra bu miktarın bir trilyon kadarı dünyada sadece hisse senedi piyasalarına, borsalara devlet tahvillerine yönelmektedir. Bu şekilde çeşitli ülkeler arasında dolaşan bu fonlar, bir ülkeye giriş yaptığında ya da tam tersi çıktığı zaman, bu dönemlerde finansal piyasalarda önemli sorunlar yaşanmaktadır (Artun, 1994: 68).

1990–1995 yıllarında tam açık kambiyo rejimi hakim durumdadır. Bu dönemde özel sektörün toplam dış borçlar içindeki payı artmaya devam etmiş ve 1995 yılında yüzde 30’a ulaşmıştır. Bu oran sermaye hareketlerinde özel sektörün yönlendirici rol oynamaya başladığının önemli bir göstergesidir (Kumcu, 1995: 49-73).

Ayrıca, 1995 yılının ilk altı aylık döneminde döviz kuru artışlarının sınırlı düzeyde kalması, buna karşın kamu iç borç senetlerinin faizlerinin yüksek seyretmesi nedeni ile sıcak para hareketleri de denilen uluslararası sermaye hareketleri çekiciliğini korumuştur (Kaya , 1998:58).

1996 yılında ise sermaye hareketleri tepe noktasına ulaşmıştır. Türkiye’de özellikle kısa vadeli sermaye akışı oldukça yüksek oranlarda seyretmektedir. Bu yılda ülkeye 5,5 milyar dolarlık bir sermaye girişi olmuştur (Saltoğlu, Berksoy,1998:50).

1998 yılında Asya ve Rusya’da yaşanan kriz ülkemizi de etkilemiştir. Bu yılda ülkemizden önemli miktarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1998 yılında Türkiye’den 840 milyon dolarlık bir net sermaye çıkmıştır. 1999 ve 2000 yıllarında ise sermaye girişlerinde artışlar meydana gelmiştir. 1999 yılında ülkeye giriş yapan net yabancı

sermaye yaklaşık 4.9 milyar dolardır. 2000 yılında 9.6 milyar dolara yükselmiştir. 2001 yılının kasım ve şubat aylarında Türkiye’de yaşanan ekonomik krizler nedeni ile ülkeden önemli miktarda sermaye çıkmıştır. Bu yıl ki sermaye çıkışı 13.9 milyar dolar civarında olmuştur. Yaşanan bu krizlerin sonrasında 2002, 2003 ve 2004 yıllarında sermaye hareketleri yeniden artış göstermiştir. 2004 yılında net sermaye girişi 22 milyar dolardır (<http://www.tcmb.gov.tr/Yayinlar/> ödemeler dengesi istatistikleri (10.9.2005).

II. TÜRKİYE’DE FİNANSAL DERİNLEŞME

Finansal serbestleşmenin etkilerinden biri finansal derinliğin artmasıdır. Bunu ölçmek için de M2/GSMH ya da bankaların açtıkları kredilerin GSMH’ya oranı kullanılabilir. Bu anlamda finansal derinliğin arttığını söylemek mümkünse de istikrarlı bir yapının oluştuğunu söylemek oldukça zordur.

Tablo 17.Ülkelere Göre Finansal Derinlik

ÜLKELER	M/GSYİH
ABD(1996)	59,5
İngiltere(1995)	104,2
Fransa(1995)	67,8
Almanya(1995)	63,5
İtalya(1991)	65,2
Arjantin(1994)	19,0
Yunanistan(1994)	46,7
İsrail(1995)	78,2
Türkiye(1996)	38,1

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/Yayinlar/> vadeli yayınlar (10.9.2005).

Finansal derinleşme parasal büyüklüklerin GSMH veya GSYİH ya oranı ile ölçülmektedir. M2/GSMH, M2Y/GSMH ve MVS (Mali Varlık Stoku)/GSMH, geniş tanımlı para arzının (M) Gayri Safi Yurtiçi Hasıla’ ya (GSYİH) oranları ve Kamu

Kesimi Borçlanma Gereği'nin (KKBG) M'ye oranları gibi... parasal büyüklüklerin Milli gelire oranları bu ölçüm için yeterli olmayabilir çünkü kısa vadeli yabancı tasarrufların ülkeye girmesi ile bu oran yükselebilir. Bu yüzden finansal derinleşmenin ölçülmesi için parasal büyüklüklerin yıllar itibarı ile izlediği duruma bakılabilir. M/GSYİH oranının artması finansal derinliğin, arttığını göstermektedir. Türkiye ile gelişmiş OECD ülkeleri için M/GSYİH oranı kıyaslandığında, bu oranın Türkiye'de, gelişmiş OECD ülkelerinkinin yaklaşık yarısı düzeyinde olduğu Tablo 17'de görülmektedir. Bu ölçüt ışığında, Türk finans piyasalarında henüz yeterince derinleşme sağlanamadığı ortaya çıkmaktadır.

Finansal derinleşme ve finansal serbestleşme sonucunda kaynakların etkin olmayan yatırımlardan etkin yatırımlara doğru kayması beklenmekte, bu şekilde finansal işlemlerde meydana gelen etkinlik artışı sonucunda ülkede tasarruf- yatırım kapasitesinde genişleme olmaktadır. Finansal serbestleşmenin savunucularına göre, finansal derinleşmenin sonucunda finansal varlıkların milli gelire oranı artacak ve bu varlıkların vadelerinde uzama meydana gelecektir. Faizlerdeki yükselişle tasarruflar artarken, vadelerdeki uzama ve çeşitlilik yatırımlara daha çok seçenek sunarak yatırımı teşvik eder. Mc Kinnon ve Shaw'a göre finansal serbestleşme sonucunda tasarruflarda artış meydana gelecek, büyüme hızlanacak ve işsizlik azalacaktır. Shaw'a göre, finansal serbestleşme sonucunda sistem derinlik kazanacak ve kalkınma hızlanacaktır (Kaya;1998:70).

III. TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRLERİ VE BOYUTLARI

Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşme sonucunda ülkeye giren uluslararası sermaye miktarında hızla artış gözlenmektedir. Ülkede kurulan ve gelişen para ve sermaye piyasaları bu artışın en önemli sebeplerindendir.

Tablo 18, Türkiye'deki sermaye hareketlerinin miktarını 1980 yılından itibaren 2004 yılına kadar vermektedir. Türkiye'de 1980'lerde, özellikle 1980'lerin ikinci yarısında sermaye hareketlerinde artış görülmektedir. Bunun temel nedeni ise, Türkiye ekonomisindeki finansal serbestleşmedir.

Tablo 18. Türkiye’de Sermaye Hareketleri (milyon dolar)

Yıllar	Toplam Sermaye Hareketleri (net)	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
1980	672	18	0	656	-2
1981	899	95	0	683	121
1982	280	55	0	127	98
1983	883	46	0	39	798
1984	73	113	0	612	-652
1985	1065	99	0	-513	1479
1986	2124	125	146	1041	812
1987	1891	106	282	1453	50
1988	-958	354	1178	-209	-2281
1989	780	663	1386	-685	-584
1990	4037	700	547	-210	3000
1991	-2397	783	623	-783	-3020
1992	3648	779	2411	-938	1396
1993	8903	622	3917	1370	2994
1994	-4257	559	1158	-784	-5190
1995	4565	772	237	-95	3635
1996	5483	612	570	1636	2665
1997	6969	554	1634	4788	-9
1998	-840	573	-6711	3985	1313
1999	4935	138	3429	344	1024
2000	9610	112	1022	4276	4200
2001	-13882	2769	-4515	-1130	-11006
2002	2490	863	-555	2315	-133
2003	6363	1195	2565	-956	3559
2004	22660	1711	8070	6121	6758

Kaynak: [http://www.tcmb.gov.tr/Yayınlar/vadeli_yayınlar/ödemeler_dengesi\(10.9.2005\).](http://www.tcmb.gov.tr/Yayınlar/vadeli_yayınlar/ödemeler_dengesi(10.9.2005).)

1991 yılına bakıldığında ise sermaye girişi yerine sermaye çıkışları görülmektedir. Bu çıkışlara neden olan olay ise bu yılda meydana gelen Körfez Savaşıdır.

1994 yılında da ülkeden sermaye çıkışı gözlenmektedir. Bu ise ülkede meydana gelen krizin göstergesidir. Dünya ekonomisinde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketleri 1996 yılında en yüksek seviyededir. Türkiye içinde bu eğilim geçerli görünmektedir. Çünkü 1996 yılında Türkiye ekonomisine akan uluslararası sermaye miktarı en üst noktadadır. 1998 yılında 1.3 milyar dolar, 1999 yılında 1 milyar dolar civarında net kısa vadeli sermaye girmiş iken, 2000 yılında net kısa vadeli sermaye girişi en yüksek seviyesine çıkararak 4.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ülkemizde en yüksek miktartlı net kısa vadeli sermaye çıkışı ise 2001 yılında gerçekleşmiştir. Bu yılda kasım ve şubat krizleri meydana gelmiş ve bu yılda 11 milyar dolar civarında çıkış gerçekleşmiştir.

Tablo 19’da Türkiye’de izin verilen yabancı sermayenin sektörlere göre dağılımı verilmektedir. Türkiye’de imalat sanayine 1980 yılında izin verilen miktar yüzde 92 dir. Zamanla bu oran düşüş göstereceğine, sanayileşmenin lokomotifini sayılan imalat sanayi, 2003 yılında sektörler arasında en yüksek orana sahiptir. 2003 yılında bu oran %59 dur. İmalat sanayini %30 la hizmetler sektörü takip etmektedir. Tarım sektöründe ise zaman içinde çok fazla değişiklikler olmamış, tarım sektörü için izin verilen yabancı sermaye oranı %5’i geçememiştir. Madencilikte ise 1981 Yılında %0 iken, 2003 yılında 124,18 milyon dolarla, %10’luk orana yükselmiştir.

Tablo 20’de Türkiye’de yabancı sermaye yatırımlarının 1980 yılında 2003 yılına kadar olan miktarları verilmektedir. Tablodan görüldüğü gibi 1980 yılında izin verilen yabancı sermaye miktarı 97 milyon \$ iken, 2002 yılında bu miktar yaklaşık 23 kat artış göstermiştir. Türkiye’deki yabancı sermayeli firma sayısı 1980–2003 yılları boyunca artış göstermiştir. Türkiye’ye fiili girişler ise 1980 yılında 35 milyon \$ iken, 2002 yılına kadar artış göstermiş ve 2002 yılında 1980 yılına göre 29 kat artmıştır.

Tablo 19. Türkiye’de İzin Verilen Yabancı Sermayenin Sektörel Dağılımı(milyon dolar)

Yıllar	İmalat	%	Tarım	%	Madencilik	%	Hizmetler	%	Toplam
1980	88,76	92	-	0	-	0	8,24	8	97,00
1981	246,54	73	0,86	0	0,98	0	89,13	26	337,51
1982	98,54	59	1,06	1	1,97	1	65,43	39	167,00
1983	88,93	87	0,03	0	0,02	0	13,76	13	102,74
1984	185,92	69	5,93	2	0,25	0	79,26	29	271,36
1985	142,89	61	6,37	3	4,26	2	80,97	35	234,49
1986	193,47	53	16,86	5	0,86	0	152,81	42	364,00
1987	293,91	45	13,00	2	1,25	0	347,08	53	655,24
1988	490,68	60	27,35	3	5,62	1	296,87	36	820,52
1989	950,13	63	9,36	1	11,69	1	540,59	36	1.511,77
1990	1.214,06	65	65,56	4	47,19	3	534,49	29	1.861,30
1991	1.095,48	56	22,41	1	39,82	2	809,55	41	1.967,26
1992	1.274,28	70	33,59	2	18,96	1	493,13	27	1.819,96
1993	1.568,59	76	21,05	1	11,37	1	462,38	22	2.063,39
1994	1.107,29	75	28,27	2	6,20	0	335,85	23	1.477,61
1995	1.996,48	68	31,74	1	60,62	2	849,48	29	2.938,32
1996	640,59	17	64,10	2	8,54	0	3.122,74	81	3.835,97
1997	871,81	52	12,22	1	26,70	2	767,48	46	1.678,21
1998	1.017,29	62	5,75	0	13,73	1	609,67	37	1.646,44
1999	1.123,22	66	16,19	1	6,76	0	553,40	33	1.699,57
2000	1.105,49	32	59,74	2	5,01	0	2.307,18	66	3.477,42
2001	1.244,59	46	134,38	5	29,11	1	1.317,20	48	2.725,28
2002	892,01	40	32,82	1	17,29	1	1.300,81	58	2.242,93
2003	710,65	59	7,73	1	124,18	10	365,43	30	1.207,99
<i>Toplam</i>	<i>18.641,6</i>	<i>53</i>	<i>616,37</i>	<i>1,8</i>	<i>442,38</i>	<i>1,3</i>	<i>15.502,93</i>	<i>44,0</i>	<i>35.203,27</i>

Kaynak: <http://www.yased.org.tr/istatistikler>(23.8.2005).

Tablo 20. Türkiye’de Yıllara Göre Yabancı Sermaye Yatırımları

YILLAR	İZİN VERİLEN YABANCI SERMAYE (MİLYON \$)	YABANCI SERMAYELİ FİRMA SAYISI (**)	FİİLİ GİRİŞ (MİLYON \$) (***)
1980	97	78	35
1981	338	109	141
1982	167	147	103
1983	103	166	87
1984	271	235	113
1985	234	408	99
1986	364	619	125
1987	655	836	115
1988	821	1.172	354
1989	1.512	1.525	663
1990	1.861	1.856	684
1991	1.967	2.123	907
1992	1.820	2.330	911
1993	2.063	2.554	746
1994	1.478	2.830	636
1995	2.938	3.161	934
1996	3.836	3.582	914
1997	1.678	4.068	852
1998	1.646	4.533	953
1999	1.700	4.950	813
2000	3.477	5.328	1.707
2001	2.725	5.841	3.288
2002	2.243	6.280	1.042
2003(*)	1.208	6.511	150
<i>TOPLAM</i>	<i>35.203</i>	<i>---</i>	<i>16.372</i>

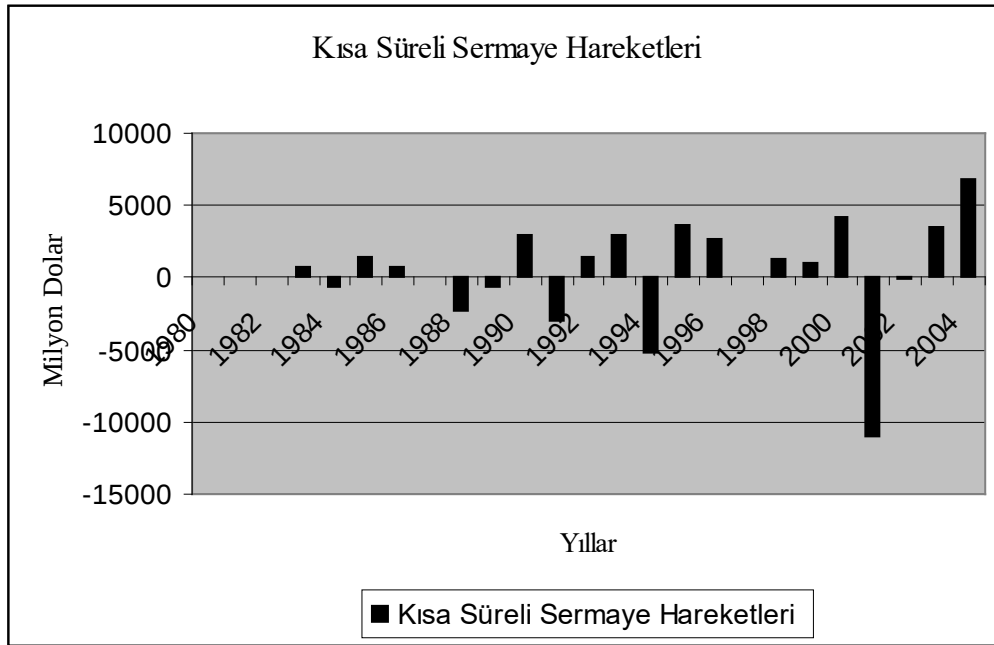
Kaynak: [http://www.yased.org.tr/istatistikler\(23.8.2005\)](http://www.yased.org.tr/istatistikler(23.8.2005)).

(*) Haziran ayı itibari ile, (**) Birikimli, (***) 2003 Yılı Ocak-Mayıs itibari ile

IV. TÜRKİYE’DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TOPLAM SERMAYE İÇİNDEKİ PAYI

Sermaye hareketleri hesabının kalemleri; doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, diğer uzun vadeli sermaye hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketleridir.

Grafik:1. Türkiye’de kısa vadeli Sermaye Hareketlerinin yıllara göre Seyri



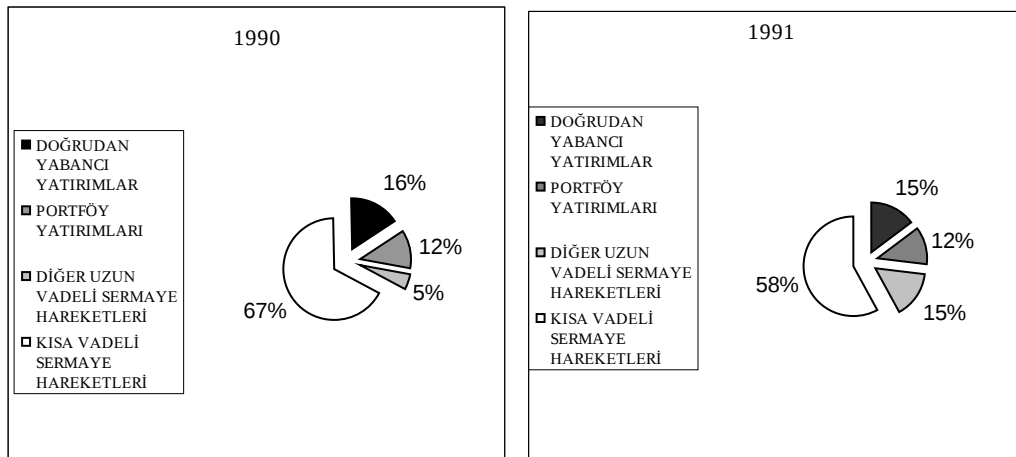
Grafikte Türkiye’de kısa vadeli Sermaye Hareketlerinin 1980 yılından başlamak üzere 2004 yılına kadar olan dönemdeki seyri verilmiştir. Grafikte görüldüğü gibi kısa vadeli sermaye hareketleri ülkemizde istikrarlı bir seyir izlememiştir. 1990 yılından sonra artış görülse de 1991 yılındaki körfez savaşı, 1994 yılında ki kriz nedeni ile çıkışlar yaşanmıştır. Bundan sonraki yıllarda artışlar görülse de 2000 ve 2001 yılındaki yaşanan iki ekonomik kriz nedeni ile yeniden yüksek miktarda sermaye çıkışı meydana gelmiştir.

Tablo 21. Türkiye’de Kısa vadeli Sermaye Hareketleri (Yüzde olarak)

Yıllar	Doğrudan Yabancı Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Diğer Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	Toplam
1990	16	12	5	67	100
1991	15	12	15	58	100
1992	14	44	17	25	100
1993	7	44	15	34	100
1994	7	15	10	68	100
1995	16	5	2	77	100
1996	7	7	19	67	100
1997	8	23	69	0	100
1998	5	53	32	10	100
1999	3	69	7	21	100
2000	1	11	44	44	100
2001	14	23	6	57	100
2002	22	14	60	3	100
2003	14	31	12	43	100
2004	8	36	27	30	100

Kaynak: [http://www.tcmb.gov.tr/Yayınlar/vadeli_yayınlar/ödemeler dengesi\(10.9.2005\).](http://www.tcmb.gov.tr/Yayınlar/vadeli_yayınlar/ödemeler_dengesi(10.9.2005).)

Grafik 2. Sermaye Hareketlerinin Türleri (1990–1991)



Grafik 2 bize Türkiye’de sermaye hareketlerinin türlerini yüzde olarak vermektedir. 1990 yılında Türkiye’ye gelen sermayenin %67 sini kısa vadeli sermaye hareketleri oluştururken, onu %16 oranla doğrudan yabancı yatırımlar, %12 ile portföy yatırımları, %5 ile diğer uzun vadeli sermaye hareketleri izlemektedir. 1991 yılında ise net sermaye girişi yerine net sermaye çıkışı olmuştur. Bu açıdan en yüksek oran %58 ile kısa vadeli sermaye hareketlerine aittir.

Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestleştiği dönemlerde var olan makro ekonomik dengesizlikler giderilememiş ve giderek de büyümüştür. En önemli dengesizlik unsuru olan kamu kesimi açıkları, iç borç stokunu arttırmış bu durum ise yeterince derinleşmemiş mali piyasalar üzerinde baskı yaratarak faiz oranlarını yükseltmiştir. Yüksek faizlerden yararlanmak isteyen kısa vadeli sermaye girişlerinde artış olmuş bu da yurtiçi mali piyasaları bir anlamda rahatlaştırmıştır. Var olan makro ekonomik dengesizlik ortamında yabancı aktörlerin bekleşimlerinin kötüleşmesi kısa vadeli sermaye hareketlerinde zaman zaman önemli çıkışlara neden olmuştur. Kısa vadeli sermaye girişleri, portföy yatırımları gibi istikrarsız bir seyir izlemiş ve yıllar itibarı ile dalgalanmalar görülmüştür (Güven, 2001: 98).

Türkiye’de sermaye hesabının serbest hale getirilmesinin ardından, sermaye hareketlerinde meydana gelen artışın temel nedeni faiz farklılıklarının yaratmış olduğu arbitraj imkânı olmuştur. Türkiye’de yurtiçi faizlerin, yurtdışı faiz ve kurlarda beklenen nominal değer kaybından (yerli para cinsinden dış faiz) büyük olduğu dönemlerde, özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinde net sermaye girişi olmaktadır. Bu giriş kısa vadeli sermaye hareketlerinde ticari bankaların yurt dışından sağladığı kısa vadeli krediler, kuruluşların sağladığı krediler ya da bankalarda yurt dışındaki yerleşik kişilere açılan döviz tevdiat hesapları ve diğer yükümlülükler şeklinde olmaktadır. Bu girişlerin tümünün belirleyicisi faiz farkından doğan arbitraj imkânını değerlendirmektir (Kaya, 1998: 104).

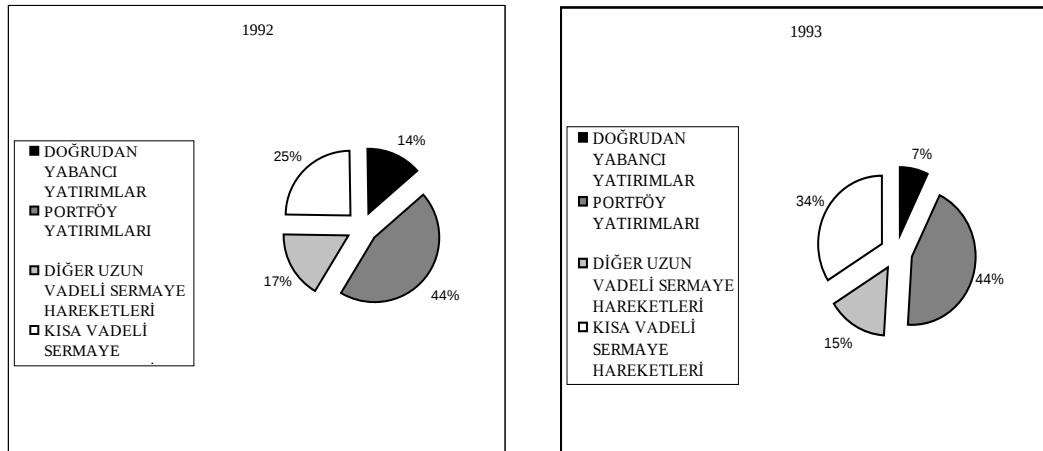
Grafik 2’de 1990 yılında görülen kısa vadeli sermaye hareketleri artışı bu yılki faiz farkında meydana gelmiş olan %10’luk artış miktarından kaynaklanmaktadır. Faiz farkının yaratmış olduğu arbitraj imkânından yararlanmak amacı ile ticari bankalar yurt

dışından sağlamış oldukları kredileri arttırmıştır. Ayrıca yurt dışında döviz tevdiat hesapları açmışlardır.

1991 yılındaki kısa vadeli sermaye oranının toplam sermaye oranı içindeki düşüş Körfez savaşıdan kaynaklanmaktadır.

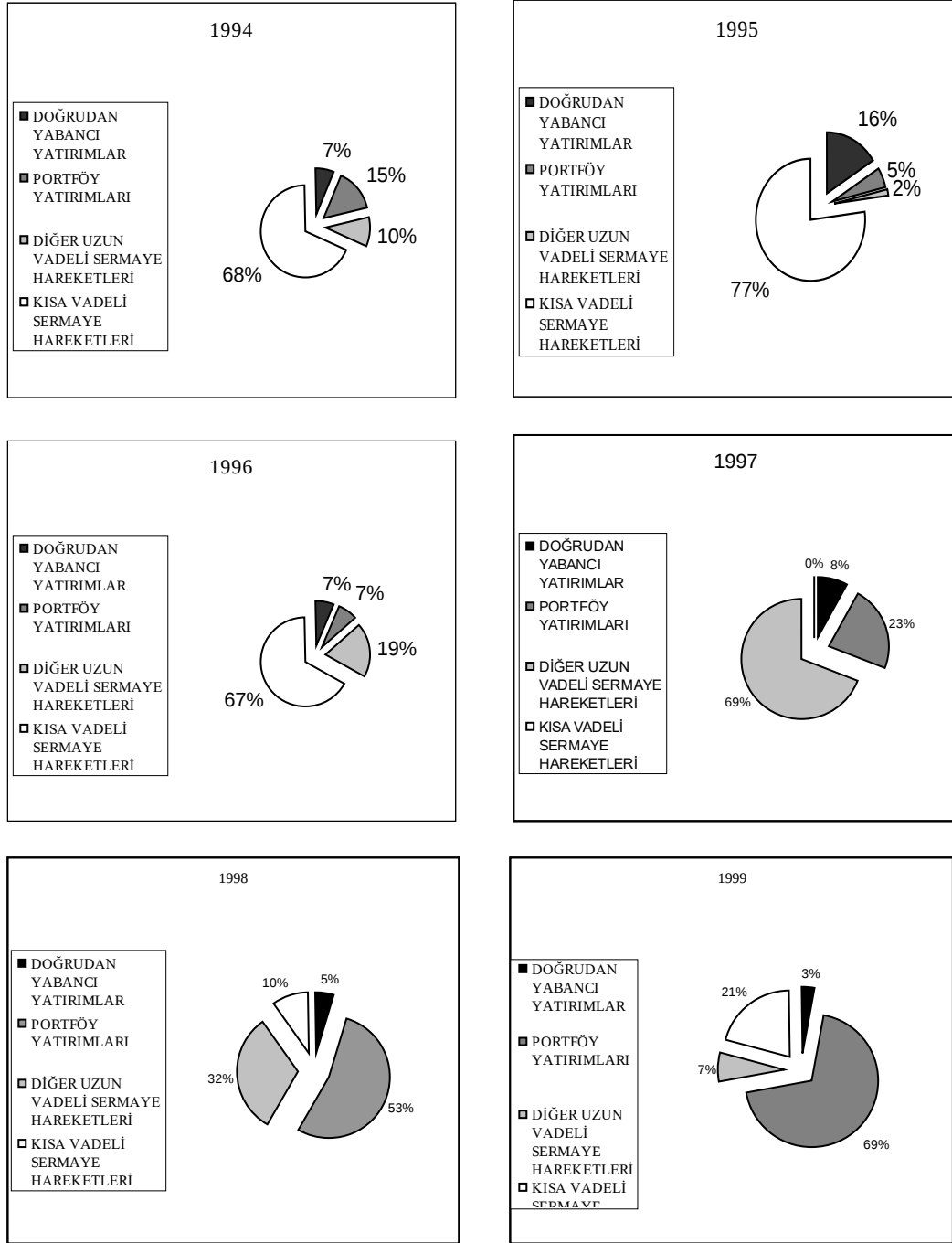
1990 yılının Ağustos ayında başlayıp 1991 yılının Ocak ayında savaşa dönüşen Körfez Krizi ülke içindeki sermaye hareketlerinde çıkışa neden olmuştur. Bu etki en çok kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde olmuştur. Bu dönemde 3,02 milyar dolarlık bir kısa vadeli sermaye hareketi çıkışı yaşanmıştır. Türkiye yüksek faiz farkına rağmen savaş sebebi ile riskli ülke konumuna girmiştir. Buradan da anlaşıldığı gibi ülkelerin sahip olduğu faiz farklılıklarına rağmen kısa vadeli sermaye hareketleri dış şokların yarattığı belirsizlikler nedeni ile ülke ekonomisinden ani şekilde çıkabilmektedir (Kaya, 1998: 107).

Grafik 2. Sermaye Hareketlerinin Türleri (1992–1993) (Devamı)



1992 ve 1993 yıllarında toplam sermaye hareketleri içinde portföy yatırımları hızlı bir artış göstermiştir. 1992 yılında Türkiye 'ye yapılan yabancı sermaye yatırımlarından portföy yatırımları %44le ilk sırayı almış onu % 25le kısa vadeli sermaye hareketleri takip etmiştir. 1993 yılında da yine en yüksek oran portföy yatırımlarınınındır. Onu yine kısa vadeli sermaye takip etmektedir.

Grafik 2. Sermaye Hareketlerinin Türleri (1994–1999) (Devamı)



1990 yılından itibaren bu güne kadar sermaye hareketleri hızlı bir artış göstermektedir. 1992 yılı ve 1993 yılındaki artışların sürükleyicisi portföy hareketleri iken 1995 yılına gelindiğinde bu genişlemenin sürükleyicisi kısa dönemli sermaye hareketleri olmuştur. 1994 yılında yaşanan kriz nedeni ile net sermaye girişi değil net sermaye çıkışı olmuştur. Bu açıdan en yüksek oran %68 ile kısa vadeli sermaye hareketlerine aittir.

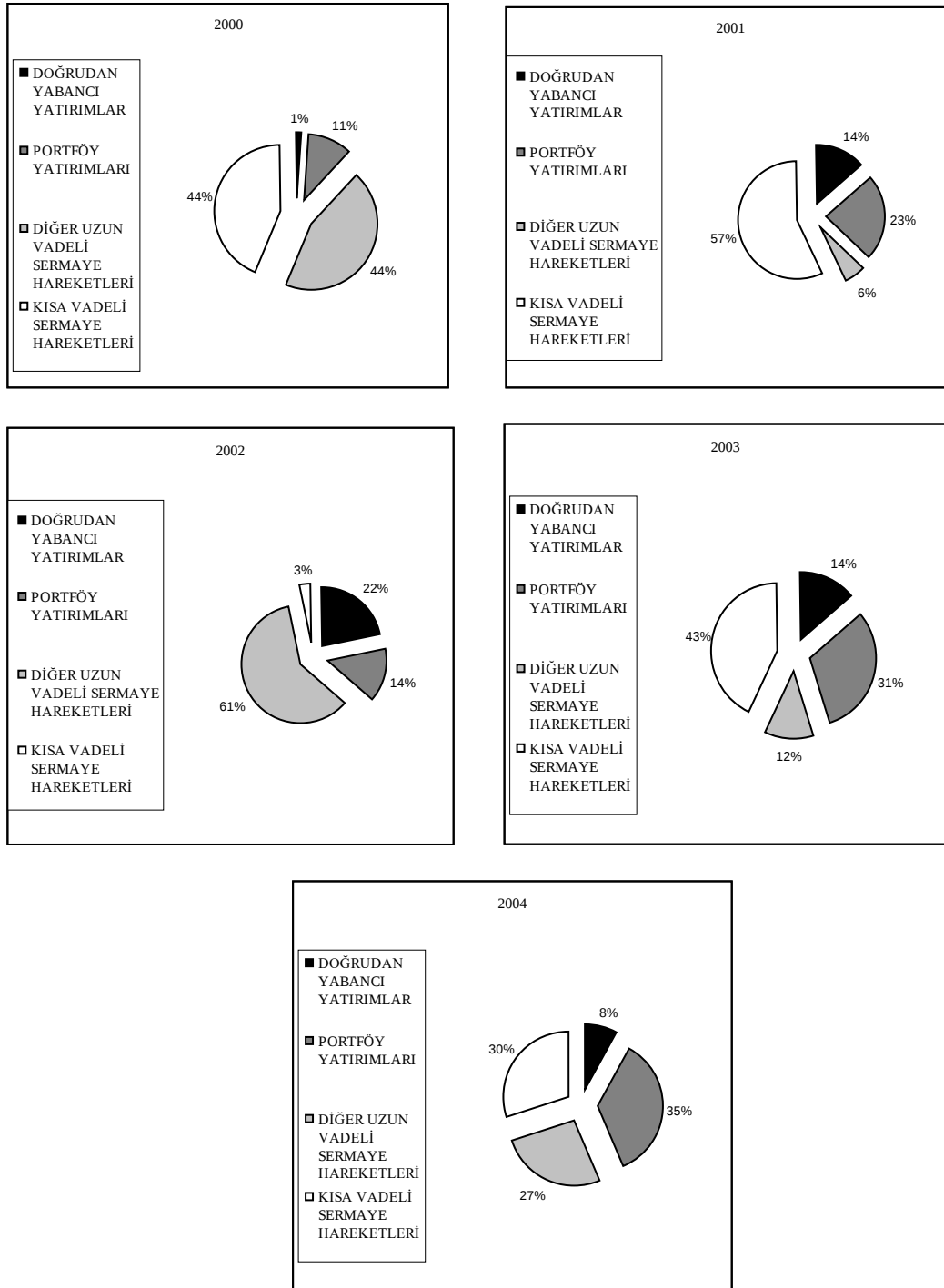
1995 yılında ise Türkiye 'ye sermaye girişleri yeniden artış göstermiş kısa vadeli sermaye hareketlerinin oranı %77 olmuştur. Buradan da anlaşıldığı gibi 1994 yılında yaşanan krizden sonra kısa vadeli sermaye hareketlerinin toplam içindeki payı artmıştır.

1996 yılında kısa vadeli sermaye hareketleri toplam içinde, %67 ile en yüksek orana sahip olan kalemdir. Bunun yanı sıra Türkiye'de 1997 yılında 9 milyon dolarlık bir kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu çıkışta kısa vadeli sermaye hareketinin 1997 yılındaki oranını %0 'a düşürmüştür.

1990–1996 yılları arasında doğrudan yatırımların payının gerilediği, buna karşın bazı yıllar çok belirgin olmak üzere, kısa vadeli yatırımların payının hızla arttığı görülmektedir. Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri ve portföy hareketlerinin payları dalgalı bir seyir izlemektedir.

1997 yılındaki çıkıştan sonra kısa vadeli sermaye hareketinde artan oranda yükseliş görülmektedir. 1998 yılında toplam giriş içindeki payı %10 olan kısa vadeli sermaye hareketi 1999 yılında da yükselişini sürdürmüş %21 oranına yükselmiştir. Bu yıllarda da Türkiye'de doğrudan yabancı yatırım miktarı düşük oranlarda seyretnmektedir. Çünkü bu sermaye uzun vadeli bir sermayedir ve ülkedeki makro ekonomik dengeler bu sermaye girişini oldukça etkiler.

Grafik 2. Sermaye Hareketlerinin Türleri (2000–2004) (Devamı)



Türkiye 2000 yılında ve 2001 yılında iki büyük finansal kriz atlattı. Bu yıllarda Türkiye’de önemli miktarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu nedenle 2001 yılında verilmiş olan doğrudan yatırımların dışındaki sermaye hareketlerinin oranlaması Türkiye’de sermaye çıkışlarını ifade etmektedir. 2001 yılındaki en yüksek sermaye

çıkışı %57 ile kısa vadeli sermaye hareketinde olmuştur. Onu %23 oranı ile portföy yatırımları izlemektedir.

2002 yılına gelindiğinde ise kısa vadeli sermaye hareketlerindeki çıkış devam etmiştir. Ancak en yüksek çıkış portföy yatırımlarında meydana gelmiştir. Bunun büyük bir kısmı da yabancı yatırımcıların menkul kıymetlerdeki çıkışından kaynaklanmıştır. Uzun vadeli sermaye hareketleri bankaların, kamu sektörünün ve özel şirketlerin, uluslararası finans kuruluşlarından, yabancı hükümetlerden aldıkları kredileri ifade etmektedir. Bu yılda uzun vadeli sermaye hareketlerinde artış görülmektedir.

2003 yılında ise sermaye girişleri yaşanmıştır. En yüksek giriş yine kısa vadeli sermaye hareketi ile gerçekleşmiştir. 2003 yılındaki kısa vadeli sermaye hareketlerindeki girişin oranı %43 tür. Onu %31 oranı ile portföy yatırımları izlemektedir. 2004 yılında da kısa vadeli sermaye girişi yaşanmıştır. Bu yıldaki sermaye hareketlerinin sürükleyicisi yine %36 ile portföy yatırımı ve %30 ile kısa vadeli sermaye hareketleridir.

V. TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Finansal piyasaların serbestleşmesiyle birlikte artan sermaye hareketleri özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerinde önemli bir finansman kaynağı durumundadır. İç ekonomiye kaynak aktaramayan birçok ülke, ekonomilerinin sıkıntısını duyduğu kaynak yetersizliğini, bu tür sermaye akımları ile karşılamaya çalışmaktadır. Bu sebepten birçok gelişmekte olan ülke yabancı sermaye üzerindeki mevcut kısıtlamaları kaldırarak, potansiyel büyümelerinin önündeki en büyük sorunu; sermaye yetersizliğini uluslararası sermaye girişi ile aşmaya çalışmaktadır. Bu sebepten uluslararası sermaye akımları bir çok ülkede büyümenin finansmanı konumundadır (Oktar, 1995:5).

Fakat uluslararası sermaye akımının büyümeye etkisi, yatırımlarımı yoksa tüketimimi finanse ettiği ile doğrudan ilgilidir. Ülke içine akan yabancı sermaye ülkedeki büyümenin finansmanı olabilmesi için ülke içindeki yatırımları arttırmak amacı ile etkin bir şekilde kullanılmalıdır. Aksi halde bu sermaye akımları ülkede tüketimi de finanse eder konuma gelebilir. Uluslararası sermaye hareketleri, giriş yaptığı ülkenin üretiminde artış meydana getiriyor, yurtdışındaki tasarruf oranlarını artırıyor ise, sermaye girişlerinin ülkenin yatırımlarında ve ihracatın finansmanında, yani reel kesimin finanse edilmesinde etkili olduğu sonucunu gösterir. Bu durumda uluslararası sermaye akımları ülkenin ödemeler dengesini düzelterek, ekonominin istikrarlı büyümesine imkân sağlar. Dış ticaretin serbestlik kazanması ile ülkeye yabancı sermaye girişlerinde artışlar meydana gelmektedir. Ülkeye akan sermaye artan tüketim ve tüketim malları ithalatının finanse edilmesinde etkili oluyorsa, sermaye girişinin neden olduğu makro ekonomik dengesizlikler, bir süre sonra ülke ekonomisinin krizle karşılaşmasına ve tüketim artışından kaynaklanan büyümenin yerini ekonomik durgunluğa bırakmasına neden olur. Türkiye’de ve dünyada yaşanan birçok krizde bu tür etkileri görmek mümkündür (Uzunoğlu, 1995:64).

Ülkeye giren yabancı sermaye sonucu ithalat artıyor ise bu artışın yatırım mallarında yoksa tüketim mallarında mı olduğuna dikkat etmek gerekir (Uzunoğlu,1995:64). Sermaye hareketleri sonucunda yatırım malları ithalatı artmış ise bir dönem sonra ekonomide arz artar. Bu durum da ülke ekonomisi için olumlu bir gelişmedir. Ancak ithalat artışı tüketim mallarındaki artıştan kaynaklanıyor ise, uzun dönemde ülke ekonomisi bu durumdan olumsuz yönde etkilenir. Sermaye hareketleri artan şekilde tüketimi teşvik ediyor ise, yurt içindeki tasarruf miktarı düşer. Sabit sermayeyi finanse edecek kaynakların azalmasına neden olur.

Uluslararası sermaye hareketleri sonucunda artan likidite miktarı finansal aktiflere olan talebi artırır ve bunların fiyatlarının yükselmesine neden olur. Ayrıca bu aktif artışı ülkede enflasyonist baskı yaratmaktadır. Finansal aktiflerin getirilerindeki artış ülkeye sermaye girişini daha da hızlandırmaktadır. Bu durum ülke ekonomisinin giderek ısınmasına ve mali piyasalarda meydana gelen bir güvensizlik durumunda tüm dengelerin bozulmasına neden olur.

Ayrıca uluslararası sermaye akımları gittikleri ülkede döviz kurları üzerinde baskı yaratarak ulusal paranın değer kazanmasına ve ithalatı arttırarak, cari işlemler dengelerinin açık vermesine neden olur. Bu tür akımların ekonomide olumsuz etkileri, ülkede izlenecek sıkı para ve kredi politikası ile bir ölçüde engellenebilmektedir. Ancak dışa açık bir ülkede uygulanacak para ve kredi politikası, yurtiçi faiz oranlarının yükselmesine ve kısa vadeli sermaye girişinin daha da artmasına neden olur.

Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkisi Merkez bankası rezervlerinde de hissedilmektedir. Sermaye hareketleri ithalatın artmasına neden olarak, dış ticaretin artmasına sebep olmaktadır. Dış ticaret açığı ile Merkez Bankası rezervleri büyüklükleri arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Bu ilişki bir çalışmada ortaya konulmuştur (Kesici, 1999:98). Dış ticaret açığı ile Merkez Bankası rezervleri büyüklükleri ters yönde hareket etmektedir. Yani dış ticaret açığı arttıkça piyasalarda Türk Lirası'nda devalüasyon beklentisi oluşmakta, bu durum döviz talebi arttırıp, Merkez Bankasının rezervlerinin erimesine yol açmaktadır. Dış ticaret açığının artması (ceteris paribus) cari işlemler açığını arttırır. Sermaye hareketlerindeki veriler sabit varsayılırsa fark Merkez Bankası rezervlerinin azalmasına neden olur.

Ülkemizde 1988 yılından sonra uygulanan para politikaları, faizlerin ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda kısa vadeli sermaye girişleri önemli ölçüde teşvik edilmiştir.

1989 yılında sermaye hareketlerine getirilen serbestlik sonrasında, sermaye akımları, yurtiçi ve yurt dışı piyasalarda belirlenen faiz oranları arasındaki net farklılığa ve devalüasyon oranına karşı aşırı duyarlı hale gelmiştir. Bu sayede Merkez Bankası faiz oranı ve döviz kurları üzerindeki kontrolünü yitirmiş ve pratikte hem faiz oranları hem döviz kuru birer dışsal değişkene dönüşerek uluslararası piyasalar tarafından kontrol edilir hale gelmişlerdir (Yeldan, ve Balkan, 1996: 13).

Sermaye hesabına getirilen serbesti, Türk Lirasının nominal değer kaybı oranına veri olduğu durumda yabancı paralar karşısında Türk Lirası cinsinden varlıkların daha yüksek getiriye sahip olmasını zorunlu kılar. Bu bağlantının mantığı doğrudan, para ikamesi tehdidinde dayanmaktadır. Bu durumda para otoritesi, yüksek reel faiz oranı ve buna eşlik eden aşırı değerlenmiş Türk Lirası karşısında edilgen bir rol üstlenmek zorunda kalacaktır (Yeldan, ve Balkan, 1996: 13).

Bu bölümde yukarıda genel etkileri verilen, ödemeler dengesinde sermaye hareketleri içinde önemli bir paya sahip olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin olumlu ve olumsuz etkilerinin, Türkiye Ekonomisi açısından değerlendirmesini yapmak mümkündür.

A) TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN CARİ İŞLEMLER DENGESİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

1990 yılından 1995 yılı sonuna kadarki zaman süresindeki verileri kapsayan, Türkiye için yapılmış bir ampirik çalışmada (Kaya, 1998:114), kısa vadeli sermaye hareketleri ile bütçe açığı ve cari işlemler açığı arasında uzun dönem bir ilişkinin varlığı test edilmiştir. Yapılan çalışmada birim kök testleri ve ko-entegrasyon analizi cari işlemler açığı ile kısa vadeli sermaye girişi arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır.

Yapılan ampirik çalışmada görülmüştür ki; cari işlemler açığının yüksek olduğu yıllarda kısa vadeli sermaye girişi de yüksektir. Ekonominin hızlı büyüdüğü yıllarda ithalat talebindeki artış kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımları ile finanse edilmiştir. Cari işlemler açığındaki artış net dış borç düzeyinin ve kur riskinin artmasına, beklenen kurun değer kaybetmesine ve yurtiçi faizlerin artmasına neden olmaktadır. Bu yolla faiz farkının artması kısa vadeli sermaye girişini daha da arttırmaktadır (Kaya, 1998:116). Buradan da anlaşıldığı gibi Türkiye'de cari işlemler açığı ile kısa vadeli sermaye girişi arasında pozitif bir ilişki söz konusudur.

Tablo 22. 1989-2004 Döneminde Türkiye’de Makro Veriler

Yıllar	Dış Ticaret	Cari İşlemler	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	Büyüme hızı %	İhracatın ithalatı karşılama oranı
1989	-4190	938	663	1386	-584	1,6	73,6
1990	-9448	-2625	700	547	3000	9,4	58,1
1991	-7290	250	783	623	-3020	0,3	64,6
1992	-8076	-974	779	2411	1396	6,4	64,3
1993	-14081	-6433	622	3917	2994	8,1	52,1
1994	-4167	2631	559	1158	-5190	-6,1	77,8
1995	-13152	-2339	772	237	3635	8,0	60,6
1996	-10264	-2437	612	570	2665	7,1	53,2
1997	-15048	-2638	554	1634	-9	8,3	54,1
1998	-14052	1984	573	-6711	1313	3,9	58,7
1999	-10185	-1344	138	3429	1024	-6,1	65,4
2000	-21959	-9819	112	1022	4200	6,3	51,0
2001	-3733	3390	2769	-4515	-11006	-9,5	75,7
2002	-7283	-1524	824	-593	-133	7,9	69,9
2003	-14010	-8035	1227	2465	3559	5,9	68,1
2004	-23924	-15647	1906	8023	6758	9,9	64,7

Kaynak : <http://www.dpt.gov.tr/temel> ekonomik göstergeler (10.9.2005).

Tablo 22’de 1989 yılından 2004 yılına kadarki süreçte Türkiye’ye ait makro veriler verilmiştir. Türkiye’de, cari işlemler açığı ile kısa vadeli sermaye girişi arasında pozitif bir ilişki tablodan da görülmektedir. Cari işlemler açığının yüksek olduğu yıllar aynı zamanda kısa vadeli sermaye girişinin de yoğun olduğu yıllardır. Türkiye’deki büyüme oranlarına bakıldığında zaman, ekonominin hızlı büyüdüğü yıllarda ithalat talebindeki artış kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edildiği görülmektedir.

1990 yılında ekonomik büyüme 1,6 oranından 9,4 oranına yükselmiştir. Bu yılda ithalat artmış, dış ticaret açığı büyüyerek cari işlemler dengesinin açık vermesine neden olmuştur. Bu yılda cari işlemler dengesi -2625 milyon dolarlık bir açık vermiştir. Bu dönemde Portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar bu açığın ancak yarısını kapatabilmiştir. Kalan açığın kapatılması ancak kısa vadeli sermaye girişi ile mümkün olmuştur.

1991 yılında ise yaşanan Körfez savaşı nedeni ile sermaye hareketlerinde çıkış yaşanmıştır. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinde çıkış gerçekleşmiştir. Bu dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen çıkış miktarı 3,02 milyar dolardır.

1992 yılında ekonomide yeniden bir canlanma yaşanmış, büyüme hızı 6,4 olmuştur. Bu yılda yine dış ticaret açığından doğan cari işlemler açığı söz konusu, görüldüğü gibi aynı zamanda kısa vadeli sermaye girişi bu yıl yaklaşık 1,4 milyar dolar olmuştur.

1993 yılında ekonomi hızla büyümüştür. Bu yılda büyüme oranı 8,1'dir. Bunda kamu harcamalarındaki hızlı artışın etkisi büyüktür. 1993 yılı ihracatı düşüş göstermiş, ithalat artmıştır. Bu yılki cari işlemler açığı en yüksek rakama ulaşmış -6,433 milyon dolara yükselmiştir. 1993 yılındaki yüksek cari işlemler açığını kapatmada portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar yeterli olmamıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin sağladığı döviz girişi ile döviz açığı kapatılmıştır. 1993 yılının sonlarında cari işlemlerdeki açık çok fazla artış göstermiştir. Piyasalardaki belirsizlik ve devalüasyon beklentileri sonucu kısa vadeli sermaye çıkışları 5,1 milyar dolara ulaşmıştır. 1994 yılında Türkiye bir finansal kriz yaşanmıştır. 1994 yılı kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkilerinin net olarak yansıdığı bir yıl olmuştur. Bu dönemde mali piyasalardaki kriz reel kesime de yansımıştır. İç talep daralmış, ithalat yavaşlamış, ekonomik büyüme de eksi değerlere ulaşmıştır. Yüksek kur artışı, ihracatın hızla artmasına, ihracatın ithalatı karşılama oranının yükselmesine ve dış ticaret açığının daralmasına neden olmuştur. Fakat faiz ile kur arasındaki marjın daralması hızlı kısa vadeli sermaye çıkışına ve ülkedeki döviz arz talep dengesinin bozulmasına neden olmuştur. İhracattaki artışın sağladığı döviz girişleri tek başına

döviz dengesizliği gideremediği gibi, diğer cari gelirlerdeki artış da sermaye çıkışının neden olduğu döviz dengesizliğini telafi edememiştir.

1995 yılında da cari işlemlerdeki açık artmıştır. Bu açık dış ticaret dengesindeki açığın sonucu olmaktadır. Bu yıl yine ihracat oranında düşüş söz konusudur. Kısa vadeli sermaye hareketleri yine bu yılda da hızla artış göstermiştir. 1995 yılından sonra da Türkiye ekonomisi büyümeye devam etmiştir. 1996 yılında Gümrük Birliği'nin işlerlik kazanması sonucu, ithalat harcamaları yüzde 22,2 artmış, 1997 yılında ise bu artış yavaşlayarak devam etmiştir. İhracat gelirlerindeki artış ise 1997 yılında yüzde 13 olarak gerçekleşmiştir. Tablodan görüldüğü gibi 1996 ve 1997 yıllarındaki cari işlemler açığı kısa vadeli sermaye girişlerinden elde edilen dövizlerle telafi edilmeye devam etmiştir.

Tablo 22'de 1998 yılından 2001 yılına kadarki sürece baktığımızda, artan cari işlemler açığı, ithalat artışı ve bu açığın kısa vadeli sermaye hareketleri ile telafi edilmeye çalışılması kısır döngüsü devam etmektedir. Sonuçta Türkiye yeniden 2000 Kasım ve 2001 Şubatında iki büyük finansal kriz yaşamıştır. Geri dönüş kabiliyeti ve oynaklığı en yüksek, sermaye hareketi olma özelliğine sahip olan kısa vadeli sermaye hareketi 2001 yılında Türkiye'den 11milyar dolar çıkış yaparak bu özelliğini göstermiştir.

2002, 2003 ve 2004 yıllarında da halen hızlı büyüme oranları, artan cari açıklar ve yüksek miktarda kısa vadeli sermaye girişleri devam etmektedir.

1990-2004 yıllarında Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketleri yolu ile artan ithalat ve kamu açıklarının finansmanı mümkün olmuştur. Bunun sonucunda reel ekonomide kısa vadeli sermaye hareketlerinin finanse ettiği ithalat kaynaklı yüksek büyüme oranları gerçekleşmiştir. Fakat reel kurda meydana gelen değerlenme, ödemeler dengesini sürdürülebilir olmaktan çıkartmaktadır. Böylece döviz piyasasından başlayarak tüm ekonomiyi içine alan bir finansal kriz yaşanması olasılığı artmaktadır. Türkiye'de 1994, 2000, 2001 yıllarında yaşanan krizler bu sürece örnek olarak verilebilir.

B) TÜRKİYE’DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİDEKİ KARAR BİRİMLERİNE ETKİSİ

Türkiye’de olduğu gibi bütçe açığının ve cari işlemler açığının finansmanında kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlıklı olduğu ülkelerde, bu girişlere olan bağımlılık ekonomik kararları önemli ölçüde etkilemektedir. Bu sermaye girişlerinin çıkışa dönüşeceği korkusu, alınan ve alınması muhtemel ekonomik kararlarda etkisini göstermektedir (Kaya, 1998:114).

Sermaye kaçışları ve ulusal paranın ikamesi tehditleri bir yandan reel faiz oranlarının yükselmesine yol açmakta, diğer yandan da döviz kurlarının düşük tutulmasını gerekli kılmaktadır. Bu süreçte, yüksek reel faiz, düşük kur sarmalı uluslararası piyasalarca dışsal olarak yönlendirilen bir mali araç haline dönüşmüştür. Bu olgu karşısında Merkez Bankası para politikasını sürdürebileceği mali araçlar üzerindeki denetimini kaybederek, döviz kurlarını idare eden bir döviz kuruluşu konumuna indirgenmiş hale gelir. Ulusal piyasalara aktif olarak müdahale etme olanağını yitiren Merkez Bankası’nın gerçekçi bir reel kur ve ulusal kaynakları yatırım ve büyüme önceliklerine göre yönlendirebilecek bir bağımsız politika izleme olanağı kalmamıştır (Yeldan, ve Balkan,1996).

Sermaye hareketlerine getirilen serbesti çerçevesinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin, Merkez Bankası’nın bağımsız politika izleme olanağını kısıtlamasının bir diğer boyutu ise Merkez Bankası’nın kısa vadeli spekülatif sermayenin tehdidini savuşturmaya yönelik olarak, yüksek boyutlarda rezerv tutmak zorunda kalmasıdır. Bu da kıt mali kaynakların tasarruf ve yatırıma yönelmek yerine atıl olarak sistem dışına çekilmesine neden olmaktadır. Bunun sonucunda Merkez Bankası bir döviz idaresi kuruluşu olarak çalışmakta ve pasif bir konuma itilmektedir.

C) TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE PİYASALARIN DERİNLİK KAZANMASI

Sermaye hareketlerine getirilen serbesti ve de faizlerin serbest bırakılması ile yükselen reel faizler kısa vadeli fonların ülkeye gelmesine yol açmıştır. Sermaye girişi ile ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değer kaybının enflasyonun altında seyir etmesi ise ülkeye yönelik kısa vadeli fon akışını hızlandırmıştır.

Tablo 23. Hisse Senetleri Piyasası Verileri

YILLAR	İŞLEM MİKTARI (NOMİNAL BİN YTL)	SÖZLEŞME SAYISI (000 Adet)
1986	3	-
1987	15	-
1988	32	112
1989	238	247
1990	1,537	766
1991	4,531	1,446
1992	10,285	1,682
1993	35,249	2,815
1994	100,062	5,085
1995	306,254	11,667
1996	377,026	11,912
1997	897,383	17,006
1998	2,205,345	21,091
1999	5,747,700	25,243
2000	10,988,802	31,746
2001	23,706,279	30,670
2002	33,411,837	28,064
2003	58,297,164	29,093
2004	68,282,903	39,821

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/veriler> (15.9.2005).

Ülkelere akan sermaye ile birlikte hem menkul kıymet satışları, hem de işlem hacimlerinde önemli artışlar meydana gelebilmektedir. Bu durum hem tahvil piyasasında ikincil piyasaların gelişmesini sağlamış hem de yabancı yatırımcıların hisse senetlerine olan ilgisi bu piyasadaki fiyatları yükseltmiştir. Bu da daha çok şirketin halka açılarak hisse senetleri işlem gören şirket sayısını arttırmıştır. Sonuç olarak, piyasaların daha derin ve likit bir piyasa haline dönüşmesini sağlamıştır. Türkiye’de 1989 yılında sermaye piyasasında menkul kıymet satışları % 207 iken, 1994 yılında %222 oranına yükselmiştir. Bunun yanı sıra İstanbul Menkul Kıymetler Borsası işlem hacmi 1989 yılında % 213 iken 1994 yılında %286 miktarına kadar çıkmıştır.

Tablo 23’de hisse senetleri piyasasındaki işlem miktarları ve sözleşme sayıları verilmiştir. Türkiye’de finansal serbestleşmeden sonra, piyasaların serbestleşmesi, sermaye hareketlerinin ülkelere giriş ve çıkışlarının hızla artmasıyla birlikte para ve sermaye piyasalarında canlanmaya başlamıştır. Tablodan da görüldüğü gibi 1989 yılından sonra hisse senetleri piyasasında işlem miktarları hızla artmış, 1986 yılında 3 bin YTL olan işlem hacmi, 2004 yılına gelindiğinde 68,282,903 YTL miktarına ulaşmıştır.

Türkiye dünya üzerindeki en liberal döviz rejimine sahip ülkelerden biridir. Türk Lirası’nın tam konvertibil olmasının yanı sıra 1989 yılından beri yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcıların İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında, menkul kıymet alım satımını serbest bırakan bir politika da izlemektedir. Türk menkul kıymetleri üzerine yabancı portföy yatırımcılarının yaptıkları işlemlere hiçbir sınırlama getirilmemiştir. Ağustos 1989’da kabul edilen 32 sayılı Karar ile, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na kote olan menkul kıymetler üzerinde işlem yapmak isteyen yabancı kurumsal ve bireysel yatırımcılara getirilmiş olan bütün sınırlamalar kaldırılmıştır. Bu düzenlemeyle, Türk hisse senetleri ve tahvil piyasaları, sermayenin ve kârların yurtdışına çıkarılmasına hiçbir engel getirilmeksizin yabancı yatırımcılara açık hale gelmiştir. 32 sayılı Karar ile, Türk yatırımcıların yabancı menkul kıymet satın almasına da izin verilmiştir. İMKB Hisse Senetleri Piyasası’ndaki yabancı yatırımcılara ait hisse senedi saklama bakiyelerinin ay sonu itibarıyla değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır (<http://www.imkb.gov.tr/İstatistikiBilgiler>), (06.02.2006).

Tablo 24. Yabancı Yatırımcılara Ait Hisse Senedi Saklama Bakiyeleri (Milyon USD)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ocak	2.457	4.655	5.718	3.429	14.597	8.636	5.812	3.769	8.683
Şubat	2.849	4.564	5.296	5.196	13.362	5.331	4.719	4.108	8.683
Mart	3.029	3.997	5.373	5.554	12.734	4.009	5.430	3.033	10.813
Nisan	2.736	3.577	6.864	6.741	15.046	5.725	5.370	3.914	8.836
Mayıs	2.489	3.793	5.765	5.853	11.390	4.863	4.313	4.270	8.192
Haziran	2.965	4.456	6.095	5.555	11.338	4.796	3.716	4.323	9.074
Temmuz	2.617	4.728	6.589	6.603	11.999	3.938	3.643	4.237	9.189
Ağustos	2.551	4.938	3.845	5.555	11.188	3.949	3.413	4.945	9.943
Eylül	2.790	5.970	3.200	7.001	9.503	2.988	3.124	5.770	11.505
Ekim	2.926	5.881	3.068	7.362	10.645	3.742	3.657	6.810	12.264
Kasım	3.165	5.465	3.668	8.920	8.079	4.580	4.533	6.693	12.949

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/>İstatistiki Bilgiler (06.02.2006).

D) TÜRKİYE’DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ BÜTÇE AÇIĞI İLE İLİŞKİSİ

Kamunun cari transferlerinin en önemli kalemi olan iç borç faiz ödemeleri özellikle 1990’dan sonra hızlı artış göstermiştir. Kamunun artan borçlarını iç borçla finanse etmesi borç stokunu arttırmakta aynı zamanda ekonomi içerisinde önemli bir gelir transferi oluşturmaktadır. Finans piyasalarında kamunun ağırlığının artması faizin belirlenmesinde kamunun etkinliğini arttırmaktadır. Kamu açıklarının artması yurtiçi faiz oranları üzerinde baskı yaratmakta, sonuçta oluşan faiz farkı spekülative sermaye girişlerine neden olmaktadır. Kamunun tasarruf yatırım açığının artması ve bu açığın sermaye hareketleri ile finanse edilmesi zorunluluğu, bütçe açığı ile spekülative sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi anlamlı kılmaktadır. (Kaya, 1998:117).

Tablo 25. Kamu Kesimi Tasarruf-Yatırım Farkı (Bin YTL)

Yıllar	Tasarruf-Yatırım Farkı
1979	-86
1980	-254
1981	-241
1982	-100
1983	-260
1984	-440
1985	-444
1986	-1089
1987	-2769
1988	-2093
1989	-6099
1990	-20,360
1991	-43,359
1992	-83,152
1993	-163,367
1994	-147,888
1995	-303,868
1996	-1,016,920
1997	-1,628,079
1998	-4,612,671
1999	-10,424,010
2000	-14,438,239
2001	-27,020,302
2002	-34,341,632
2003	-36,102,857
2004	-23,350,587

Kaynak: [http:// www.dpt.gov.tr/](http://www.dpt.gov.tr/) Temel ekonomik göstergeler (06.02.2006).

Tablo 26. 1990-2004 yıllarında Bütçe Açığı (Bin YTL)

Yıllar	Bütçe Açığı
1990	-11,955
1991	-35,517
1992	-47,434
1993	-133,666
1994	-152,093
1995	-316,150
1996	-1,237,871
1997	-2,240,653
1998	-3,894,959
1999	-9,284,421
2000	13,726,002
2001	-29,840,401
2002	-41,694,061
2003	-40,204,390
2004	-30,313,211

Kaynak: [http:// www.dpt.gov.tr/](http://www.dpt.gov.tr/) Temel ekonomik göstergeler (06.02.2006).

Kamu açıklarının yüksek olduğu ülkelerde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi hükümete, yabancı sermaye girişlerinin özendirilmesi ile daha kolay borçlanma olanağı sağlamaktadır. Kamu kesimi açığının finansmanı için hükümetin iç borçlanmaya yönelmesi, yurt içinde faiz hadlerinin yükselmesine kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye girişinin hızla artmasına neden olmaktadır. Kamunun bu şekilde finansman sağlaması üç olumsuz etkiyi de beraberinde getirmektedir. Birincisi, kamunun bütçe açıklarını kapatmak için iç borçlanmaya yönelmesi, hem ekonomideki faiz hadlerini yükseltmekte, hem de kamunun iç borç stokunu arttırmaktadır. Bununla beraber yurt dışından daha ucuza borç temin edebilecekken, kısa vadeli sermaye hareketleri teşvik edilerek daha kolay finansman imkânının sağlanması, hükümetin pahalıya borçlanmasına neden olmaktadır. İkincisi hükümetin iç borçlanma yolu hem bütçe açıklarını kapatmaya çalışması, hem de dış borç ödemeye çalışması, iç borç senetlerinin faizlerinin yüksek seyretmesine ve dolayısı ile artan sermaye girişine neden

olmaktadır. Böyle bir durum ise, ülkeye giren sermaye ile döviz arzındaki artış döviz kurları üstünde baskı yaratmakta ve ulusal paranın değerlenmesine neden olmaktadır. Zaman içinde faiz ve kur arasındaki marjın giderek açılması, ülkeye yönelik kısa vadeli sermaye akımlarının daha çok faiz ve kur beklentilerine göre hareket eden, duyarlılık derecesi yüksek, spekülasyon amaçlara yönelik sıcak para niteliği taşımasına yol açar.

Tablo 25’de Türkiye’de 1979 yılından 2004 yılına kadar kamu kesimi tasarruf ve yatırım farkları verilmiştir. Görüldüğü gibi kamu kesimindeki bu açık hızla artış göstermektedir. Aynı şekilde, tablo 26’da görüldüğü gibi bütçe açığı da artış göstermiştir.

Sıcak para bir bakıma geldikleri ülkeye verilen bir borçtur. Bunun yanı sıra vade yapısı hem kısa hem de belirsizdir. Bu yüzden bu tür sermaye akımları, ülkeye kısa vadeli çözüm getirmekle beraber, yüksek getiri peşinde koştuğu için, ülkeden ne zaman ayrılacağını önceden tahmin etmek oldukça zordur. Ülke içerisinde yaşanan herhangi bir gerginlikte, bir istikrarsızlık durumunda hemen ülkeyi terk eder. Bunun sonucunda da ülkeden çıkan sermaye finansman sorununu yeniden gündeme getirmekte ve var olan makro ekonomik istikrarsızlığı daha da derinleştirmektedir.

Yapılan Ampirik çalışmalarda (Claessens, Dooley ve Warner,1995:153-174, Kaya,1998:112, Ceviş,1998:116), kısa vadeli sermaye hareketleri oynaklığı ve geri dönüş kabiliyeti en yüksek sermaye hareketi olduğu görülmüştür. Yani kısa vadeli sermaye hareketlerinde ani çıkışlar yaşanabilmektedir. Çalışmalara katılan ülkeler arasında kısa vadeli sermaye hareketleri oynaklığı en yüksek seri olarak yalnızca Türkiye verisinde görülmektedir.

Son olarak, kısa vadeli sermaye girişlerinin kamuya getirdiği bir başka yük de; sermaye akımını çekmeye yönelik uygulanan sterilizasyon politikası ile gelmektedir. Uluslararası sermaye hareketleri ülkeye girdikten sonra ülke hükümeti kur ve para arzındaki değişimleri dengede tutabilmek amacı ile Merkez Bankası ile birtakım işlemler yapar. Örneğin; kamunun Merkez Bankasına tahvil ihraç ederek, Merkez Bankasının da açık piyasa işlemleri yaparak para arzını sınırlandırması gibi... Ancak

kamunun artan oranda tahvil ihraç etmesi faiz oranlarını da yukarıya çekmektedir. Esas problem burada ortaya çıkmaktadır. Tahvil faiz oranlarının, sermaye girişleri ile artan döviz rezervlerinden sağlanacak getiriye kıyasla çok yüksek olması, bütçeye önemli bir yük daha getirmektedir. Bunun yanında, ilave sermaye girişi de devam etmektedir.

E) TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE MALİ PİYASALARDAKİ DENGESİZLİKLER

Gelişen ülkeler kambiyo ve sermaye hareketlerine ilişkin kısıtlamaları kaldırmaları yanında, özelleştirme çalışmalarına da ağırlık vererek bir yandan finansal piyasalardaki serbestleşmeyi diğer yandan da sermaye piyasalarının likiditesini ve derinliğini arttırmaya çalışmaktadırlar. Fakat tüm bu çabalara karşın, gelişen sermaye piyasaları gelişmiş piyasalara kıyasla halen sığ piyasalardır. Büyük miktarda alım satım emirleri, fiyat hareketlerinde ani iniş çıkışlara yol açmaktadır. Çünkü bu piyasalarda işlem gören şirket sayısı, işlem hacmi, gelişmiş piyasalara göre daha azdır (Yılmaz, 1995:47).

Döviz piyasasında da, Özellikle 1994 yılında kısa vadeli fonları ülkeyi terk etmesi ile yaşan kriz sırasında, piyasa dengesizliğinden yararlanmak için yoğun olarak yapılan arbitraj işlemleri, döviz piyasasında ani yükselmelere ve düşüşlere neden olarak, döviz piyasasındaki dalgalanmaların şiddetini arttırmıştır. Bu yaşananlar Türkiye'nin karşılaştığı Kasım ve Şubat krizlerinde de tekrar etmiştir. Sonuçta, mali piyasalardaki bu aşırı dalgalanma spekülasyonların karlarına kar katarken, küçük tasarrufluların zor durumda kalmasına ve sermayenin tabana inmesini engellemektedir.

F) TÜRKİYE'DE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE REEL KESİMDE KÜÇÜLME

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden olduğu bir başka olumsuz etki de; bu tür akımların artması ile yurt içindeki tasarruf oranlarının ve yatırımların düşmesi olmuştur. Kısa vadeli sermaye girişlerinin hızlanması ile beraber reel faiz oranlarının yukarıya doğru hareket etmesi, zamanla sabit yatırımların maliyetlerini arttıracığından,

gelen sermayenin uzun dönemli yatırımlara yönelmesini engellemektedir. Bunun yanı sıra faiz geliri elde edenlerin kazançlarını ekonomiye tasarruf olarak değil de tüketim olarak yansıtmaları da yurtiçi tasarruf oranlarının düşmesine ve sabit sermaye yatırımlarını finanse edecek kaynağın azalmasına neden olmaktadır. Bu ilişki Tablo 27’de görülmektedir. Yurtiçi tasarruf oranlarının düştüğü yıllarda sabit sermaye yatırımları da düşüş göstermekte, yükseldiği yıllarda ise yükseliş göstermektedir.

Tablo 27. 1980-2004 Yıllarında Sabit Sermaye Yatırımları ve Yurt İçi Tasarruflar
(Yüzde)

Yıllar	Yurt içi Tasarruflar	Sabit Sermaye Yatırımları
1980	16,0	21,8
1981	18,3	19,8
1982	17,1	19,2
1983	16,5	20,1
1984	16,5	19,3
1985	18,9	20,1
1986	21,9	22,8
1987	23,9	24,6
1988	27,2	26,1
1989	22,1	22,5
1990	22,0	22,6
1991	21,4	23,7
1992	21,6	23,4
1993	22,7	26,3
1994	23,1	24,5
1995	22,1	24,0
1996	19,9	25,1
1997	21,3	26,3
1998	22,7	24,3
1999	21,2	22,1
2000	18,2	22,8
2001	17,5	19,0
2002	19,2	17,3
2003	19,3	16,1
2004	20,2	18,4

Kaynak: [http:// www.dpt.gov.tr/](http://www.dpt.gov.tr/) Temel ekonomik göstergeler (06.02.2006)

Kısa vadeli sermaye hareketleri ile ekonomide belirsizlikler artmıştır. Yüksek faiz ve aşırı değerlenmiş kur, fonların sabit yatırımlar yerine, cari işlemler açığını arttıran tüketim ve ithalata yönelmesine yol açmıştır. Özellikle bankacılık kesiminin dışarıdan sağladığı krediler ekonomi üzerinde önemli belirsizlikler yaratmaktadır. Örneğin 1991 yılında 43,186 milyon dolarlık bir giriş, 42,253 milyon dolarlık bir çıkış olmuş, 1993 yılında 122,053 milyon dolarlık bir kredi girişi, 118,271 milyon dolarlık bir çıkış olmuştur. Sadece bankacılık kesiminde bu kadar yoğun sermaye hareketleri, reel üretim ve yatırım kararlarını oldukça önemli bir biçimde etkilemektedir. Çünkü böyle bir durum belirsizlik yaratmaktadır. Ayrıca bütün bu olumsuzluklardan dolayı reel sektörde spekülasyon yatırımlarda bulunmaya başlamıştır. 1989 yılında firmaların faaliyet dışı gelirleri net bilanço karları içinde %31 iken , on yıl sonra yaklaşık olarak %88 oranlarına kadar artış göstermiştir (Yeldan, 2001:135-153).

Yatırım oranları ve yurtiçi tasarruf oranları ile sermaye hareketliliği arasındaki ilişkiyi belirlemek mümkündür. Bu amaçla yapılan testlerden birisi Feldstein-Horioka testidir. Feldstein-Horioka testi sermaye hareketliliğini yatırım tasarruf oranları ile ilişkilendirmeye çalışmaktadır. Yatırım oranları ile yurtiçi tasarruf oranları arasında düşük korelasyon olması, yüksek finansal piyasa entegrasyonunu göstermektedir. Yani tasarruflardaki dışsal değişimler, dış borçlanma yolu ile yatırımları etkilemeden yürütülebilir (Kaya, 1998:90).

Feldstein-Horioka durumunun Türkiye için 1975-1995 yıllarına ait verileri kapsayan testi sonucunda (Kaya,1998:92), Türkiye'nin yurtiçi tasarruf oranlarında meydana gelen değişimler yatırım oranlarını etkilemektedir sonucuna ulaşılmıştır. Yani devletin cari işlemler dengesindeki bozulmaları gidermek için uyguladığı politikalar kamu veya özel tasarrufları etkilemekte, bunun sonucunda yatırımlar değişmektedir.

Sonuç olarak, yükselen faiz oranlarını tasarrufları frenlerken yatırımlar ve üretimin azalmasına ve sermayenin üretici alanlardan finansal alanlara kaymasına sebep olmuştur. Bu durum zamanla sanayileşmenin de yavaşlamasına, reel ekonominin küçülmesine ve makro ekonomik dengelerin bozulmasına yol açabilir.

E) FİNANS SEKTÖRÜ İLE REEL SEKTÖR ARASINDAKİ BAĞLANTININ ZAYIFLAMASI

Sıcak para olarak da adlandırılan spekülâtif sermaye, yöneldiği gelişen piyasalar kanalı ile ulusal ekonominin reel sektör ve finans sektörü arasındaki bağı zayıflatarak menkul kıymetlerin fiyatlarında sabun köpüğü türü şişmelere neden olmaktadır. Temelde iyi işleyen bir sermaye piyasası, tasarruf artışı sağlama ve yatırım kaynaklarının etkin dağılımı yolu ile ekonomik gelişme sürecine katkıda bulunmalıdır. Ancak gerek yüksek hacimdeki sıcak para giriş ve çıkışı, gerekse sıcak paranın devinim hızı, ulusal finans piyasalarındaki mali araçların özgün gelişimini engellemektedir (Balkan ve Yeldan, 1996: 13).

Gelişen bir piyasa olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda gerek işlem gören şirket sayısının az oluşu gerekse işlem hacminin düşük oluşu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın uluslararası spekülâtif sermaye giriş çıkışları karşısında ne kadar sığ olduğunu göstermektedir.

1992 yılında kısa vadeli spekülâtif sermaye brüt giriş işlem hacmi 81 milyar ABD doları, çıkış işlem hacmi 76,9 milyar ABD dolarıdır. Kısa vadeli spekülâtif sermaye brüt giriş çıkışları işlem hacmi sırası ile, 1993 yılında, 142,5 ve 134,3 milyar\$, 1994 yılında 98 ve 103,5 milyar\$, 1995 yılında 101 ve 98 milyar\$ düzeyindedir (Balkan, ve Yeldan, , 1996).

Bu durumda İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören menkul kıymetlerin hacim değeri sıcak para girişlerini özümseyebilmekten uzaktır. Böylece de spekülâtif arbitraj amacı ile hareket eden uluslararası sermaye, ulusal menkul kıymet havuzunu doğrudan etki alanı içerisine alabilmektedir

Tablo 28. İMKB İşlem Hacmi (1986–2004)

Yıllar	İşlem Hacmi (Milyon Dolar)
1986	13
1987	118
1988	115
1989	773
1990	5854
1991	8502
1992	8567
1993	21770
1994	23203
1995	52357
1996	37737
1997	58104
1998	70396
1999	82931
2000	183123
2001	79945
2002	69990
2003	99406
2004	146511
2005	100276

Kaynak <http://www.imkb.gov.tr/veriler/islem> hacimleri(23,92005).

Diğer taraftan, sermaye piyasasında işlem gören araçlar, mali derinleşme ve giderek üretken yatırımların finansmanı amacıyla değil, kamu açığının finansmanı amacı ile kamu sektörü tarafından değerlendirilmektedir.

Sonuç olarak, bir yandan piyasaların sıkı oluşu, öte yandan bu piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin üretken yatırımların finansmanı yerine kamu açığının finansmanına yönelik olması nedeni ile menkul kıymet getirilerinin yüksek oluşu, spekülasyon amaçlı uluslararası sermayenin giriş ve çıkışlarını arttırarak ulusal mali piyasalarda sürekli bir dalgalanma ve istikrarsızlık unsuru yaratmaktadır. Tamamı ile

rantsal ve ulusal sistem dışı ögelerce belirlenen bu tür dalgalanmalar, mali piyasalarda belirsizlik ve karışıklık yaratarak finansal sistemin etkin kaynak dağılımını olanaksız kılmaktadır (Balkan ve Yeldan, 1996).

VI. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE TÜRKİYE'DE MEYDANA GELEN KRİZLER

Türkiye'de de dünyada olduğu gibi birçok finansal kriz meydana gelmiştir. Bu krizlerde kısa vadeli sermaye giriş ve ani çıkışlarının etkisi oldukça yüksektir. Türkiye'de meydana gelen krizleri 1994, 2000 Kasım, 2001 Şubat krizleri olarak incelemek mümkündür.

A) 1994 TÜRKİYE KRİZİ

Türkiye ekonomisinde 1980'li yıllardan itibaren finansal serbestleşme sağlanmaya çalışılmıştır. Buna yönelik olarak 1984 yılında döviz mevduatlarına yönelik yasal engeller kaldırılmıştır. 1987 yılında açık piyasa işlemleri yürürlüğe girmiştir. 1988 yılında ise interbank piyasası kurulmuş ayrıca mevduat ve kredi faiz tavanları kaldırılmıştır. 1989 yılında ise sermaye hareketleri tamamen serbestleştirilmiştir. Bu dönemden sonra Türkiye'ye sermaye girişleri artmıştır. Bu sermaye girişleri kısa vade de Türkiye'nin sorunlarını hafifletse de, uzun vadede daha da büyük sorunlara yol açmış, Türkiye'nin krizlerle mücadele etmesine neden olmuştur.

1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin altında yatan neden, 1986 yılından itibaren artan mali açıklar yurt içinden borçlanılarak giderilmeye çalışılmış, fakat bu durum özel yatırımları dışlayıcı bir etki ile sonuçlanmıştır. Bu açıkların kapatılmasında ikinci bir yol olarak yabancı fonların ülkeye girişi görülmüştür. Bu fonların ülkeye girişi sağlanmak için sermaye hesabı serbestleştirilmiştir. Sonuçta 1990'lı yıllarda ülkeye sermaye girişi, özellikle kısa vadeli sermaye girişleri artmıştır. Sermaye girişleri ile birlikte Türk Lirası aşırı değerlenmiştir. Bu değerlenme sonucunda bankalar uluslararası finans piyasalarından borçlanmalarını arttırmış, toplanan bu fonların yüksek getirili kamu menkul değerlerine yatırılmış veya yurtiçi piyasalara kredi

olarak verilmiştir. Artan kredilerle birlikte iç pazarın canlanması, tüketim ve hammadde malları ithalatını arttırır iken, TL'nin yabancı paralar karşısında değer kazanması da ihracatı zorlaştırmış, ithalatı kolaylaştırmıştır. Bunun sonucunda dış ticaret açığı 1993 yılında 6,4 milyar dolara yükselmiş ve bu açıkların finansmanında da sermaye hareketleri önem kazanmıştır (Parasız, 2001: 369–370, Akdiş, 2000: 15–118).

Tablo 29. 1990–1995 Yıllarında Türkiye'ye Ait Veriler

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
İhracat(Milyar\$)	13,0	13,7	14,9	15,6	18,4	21,9
İthalat(Milyar\$)	22,6	21,0	23,1	29,8	22,6	35,2
Ticaret dengesi	-9,6	-7,3	-8,2	-14,2	-4,2	-13,2
Cari hesap dengesi	-2,6	0,3	-0,9	-6,4	2,6	-2,3
Sermaye hesabı dengesi	3,9	-1,3	2,4	6,6	-2,4	8,9
Portföy ve doğrudan yatırımlar	1,2	1,4	3,2	4,5	1,7	1,5
Kısa dönem	-0,2	-0,8	-0,9	1,4	-0,8	-0,2
Uzun dönem	2,9	-1,9	0,2	0,8	-3,4	7,6
Rezervlerdeki değişme	1,3	-1,0	1,5	0,3	0,2	8,8
1990 Fiyatlarıyla GDP artışı	9,4	0,3	6,4	8,1	-6,1	8,1
Toptan eşya enflasyonu	48,6	59,2	61,4	60,26	149,56	64,9
Kamu kesiminin borçlanma gereği (GNP yüzdesi olarak)	7,4	10,2	10,6	11,7	8,1	6,5
Parasal olmayan iç borç stoğu/M2Y	26,3	25,6	37,7	53,7	45,5	-
Ortalama hazine tahvil getiri oranları	55,7	87,5	93,0	86,1	158,2	-
Yıl olarak iç borcun ortalama vadesi	2	1,5	1	1	0,7	-

Kaynak: Özer, 1999: 89.

Tablo 29’da Türkiye’nin 1990 yılından başlamak üzere 1995 yılına kadar çeşitli verileri verilmiştir. Tablodan görüldüğü gibi Türkiye’nin kamu kesimi borçlanma gereği 1990 yılından 1993 yılına kadar hızla artmaktadır. 1990 yılında yaklaşık %8 olan kamu kesimi borçlanma gereği, 1993 yılında yaklaşık %12’ye ulaşmıştır. Parasal olmayan iç borç stoğu/M2Y oranı da bu yıllarda hızla artmıştır. Türkiye’nin ithalat miktarı da 1990 yılında 13 milyar\$ iken, 1995 yılında yaklaşık 22 milyar\$ olmuştur. Toptan eşya enflasyonu hızla artmış, 1994 yılında yaklaşık yüzde %150’lere ulaşmıştır.

Sermaye hesabının serbestleştirilmesinden sonra Türkiye’ye yönelen sermaye hızla artmıştır. Tablo 28’den de görüldüğü gibi sermaye hesabında 1990 ve 1995 yılları arasında hızla artış olmuştur. Bu artış sadece 1991 yılında kesintiye uğramıştır. Bu kesintide körfez savaşından kaynaklanmıştır. Sermaye hesabının serbestleştirilmesinden sonra Türkiye’ye yönelen sermayenin hızla artışı ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olmuştur.

Tablo 30. 1988–1993 Yıllarında
Türk Bankacılık Sektörünün Toplam Açık Pozisyon Durumu

Yıllar	Açık pozisyon(Milyar Dolar)
1988	-0,250
1989	-0,720
1990	2,020
1991	1,140
1992	3,190
1993	4,970

Kaynak: Eser, 1994: 52

Tablo 30’da 1988 yılında 1993 yılına kadar olan dönemde Türkiye’de bankacılık kesimindeki açık pozisyon durumu verilmiştir. Tablodan 1990 yılından sonra bankalardaki açık pozisyon durumunun hızla arttığı görülmektedir. 1993 yılında bu oran yaklaşık 5 milyar dolara yükselmiştir. Bankaların sendikasyon kredileri yolu ile kaynak bulmaya ağırlık vermeleri, açık pozisyonlarının daha da hızla artış göstermesine neden olmuştur.

Kamu kesimini borçlanma gereksinimi azaltılmadan, ayrıca iç borçlanma faiz oranlarının yükselmesine neden olan etkenleri yok etmeden; hazine borçlanma ihalelerini iptal etmiştir. Bu şekilde suni bir biçimde ve artan miktarda Merkez Bankasında para basarak borcun finanse edilmesi ile faiz oranları düşürülmeye çalışılmıştır. Bütün bunların yanı sıra, uluslararası kredi değerlendirme kuruluşları Türkiye'nin kredi notunu düşürmüştür. Bunun sonucunda açık pozisyon almış ticari bankalar, bunu kapatmak amacı ile döviz yöneldi. Bankalar döviz cinsinden tasarruf mevduatlarının büyük bir bölümünü kaybetmiştir.(Özer, 1999: 90)

Türkiye'de 1989–1995 döneminde artan kamu açığı ve ithalatın finansmanı çoğunlukla kısa vadeli sermaye hareketleri ile sağlanmıştır. Kısa vadeli sermaye girişlerine ola bu aşırı yüklenme, kamu açıklarının artması ile birlikte daha da artmıştır. Artan bu kamu açıkları yurtiçi faizleri üzerinde baskı yaratmış bu da faiz farklarının daha da artmasına neden olmuştur. Kısa vadeli sermaye hareketleri bu faiz farklarını değerlendirmek amacı ile, Türkiye'ye yönelmiştir. Bu yöneliş sonucu TL reel olarak değer kazanmıştır. Bu süreçte ithalat artmış, artan ithalat iç talebin canlı tutmuştur. Aşırı bütçe açığının parasal finansmanı sonucu sürdürülebilir olmayan bir büyüme ortamı oluşmuştur (Kaya, 1998:101).

Bütün bu olumsuz gelişmelerin ardından yabancı sermaye çıkışlarıyla birlikte döviz rezervleri de hızla azalmış ve 1994 yılının başında Türkiye'de dolara olan talep hızla artmıştır. Bunun sonucunda serbest piyasada döviz kurları yükselmiş 19 Ocak ve daha sonraki günlerde 1 \$ 15,000 Türk Lirasından 22,000 Türk Lirasına yükselmiştir.

Türkiye'nin 1994 yılında yaşamış olduğu krizde uluslararası kısa vadeli sermaye akımlarının etkilerini görmek mümkündür. Son on yıl içinde Türkiye'ye giren sermaye 32 milyar dolardır. Bu miktarın 14 milyar doları cari işlemler ve net hata ve noksanın telafi edilmesinde kullanılmıştır. Geriye kalan 18 milyar doların da ödemeler dengesi dışındaki faaliyetleri finanse ettiği kabul edilebilir. 18 milyarı 7 milyar dolarını Merkez bankası kendi borçlanması ile sağlamıştır. Buradan da anlaşıldığı üzere Türkiye'ye Merkez Bankasının borçlanması ve ödemeler dengesinin finansmanı dışında 11 milyar

dolarlık bir sermaye girişı gerçekleşmiştir. Türkiye'nin 1994 yılında krize uğramasının sebeplerinden biri spekülâtif girişimlerdir (Yıldırım, 1998:139).

Bu krizin ardından 5 Nisan programı uygulamaya konulmuştur. Bu programın amacı, Türk Lirasına yeniden istikrar kazandırmak, bu şekilde iç ve dış piyasalardaki istikrarsızlıkları gidermektir. Bu amaçla, kamu harcamaları azaltılmaya, enflasyon kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. Kamu gelirleri ek vergilerle ve KİT zamları ile arttırılmaya çalışılmıştır. İç borçlanma piyasası, 5 Nisanda uygulamaya konulan istikrar paketinden, iki ay sonra faizler yükseltilerek tekrar canlanmaya başlamıştır. Sonuçta bu krizle geline nokta,; enflasyon üç haneli rakamlara fırlamış, Türk Lirası reel olarak %19,8 değeri kaybetmiştir. 1994 yılında ekonomi %6 küçülmüştür (Kaya, 1998: 67).

B) TÜRKİYE' DE 2000 KASIM KRİZİ

Türkiye 1998 yılının Temmuz ayında IMF ile yakın izleme anlaşması imzalamıştır. Bu anlaşma tespit edilen TCMB iç ve dış varlıklarına yönelik performans ölçütlerine uymaya, bütçe, para politikası ve yapısal reformları yapmaya yöneliktir.

Bunun ardından 1999 yılının Aralık ayında döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programı uygulandı. Program sıkı maliye politikası ile faiz dışı fazlanın arttırılmasını, yapısal reformların gerçekleştirilmesini, özelleştirmenin hızlanmasını ve enflasyon hedefi ile uyumlu gelir politikasının uygulanmasını benimsemiştir. Program çerçevesinde;

- i. Merkez Bankası 1 Dolar+ 0,77Euro'dan oluşan döviz kuru sepetinin günlük değerini bir yıllık süre için 2000 yılı başında kamuoyuna açıklamıştır.
- ii. Döviz kuru rejimini desteklemek amacı ile, Merkez Bankası net iç varlık yükümlülüğünü sabitlemiş bilanço genişlemesini net dış varlıklardaki artışa bağlamıştır (Kar ve Kaya, 2002:11)

Türkiye uygulamaya koyacağı bu programla yıllardan beri süregelen bu yüksek enflasyonu düşürmeye yönelik adımlar atmayı hedeflemiştir. Üç yıl sürdürülmesi üzerinde görüş birliğine varılan anlaşmanın temel amaçları; tüketici enflasyonunu 2000 yılı sonunda %25, 2001 yılı sonunda %12 ve 2002 yılında %7 oranına indirmek, reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak, kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamak olmuştur (Yay vd. , 2001: 43).

Program açıklandıktan sonra piyasada yarattığı olumlu etkiler sonucunda 1999 yılında ortalama%106'ya ulaşmış olan Hazine iç borçlanma yıllık bileşik faizi Ocak 2000'de %37 oranına, interbank piyasası gecelik faiz oranı ortalaması ise Aralık 1999'da %66,6'dan %34,1 oranına gerilemiştir. Tablo 31'de bu oranlar verilmiştir. Faizlerin bu orana düşmesi enflasyonla mücadele politikası için olumsuz bir durumdur. Faizlerin beklenenden daha hızlı düşmesi sonucu ertelenmiş tüketim isteklerini hızla devreye sokmuştur. Bankalar düşük faizlerle bireysel krediler vermeye başlamıştır. Bunun sonucunda gelir akımlarından tasarrufa ayrılacak bölüm tüketime kaymış, bu da talebi arttırmış ve enflasyon beklenenden daha yavaş inmiştir (Eğilmez ve Kumcu, 2001: 193).

Tablo 31. 2000 Yılı Boyunca Türkiye'de Faiz Oranları

Aylar	Hazine Yıllık bileşik faizi Aylık %	İnterbank Piyasası Gecelik Ortalama Faiz %
Ocak	37,0	34,1
Şubat	40,7	49,2
Mart	35,9	37,7
Nisan	34,4	33,3
Mayıs	36	41,3
Haziran	39,8	42
Temmuz	32,3	26
Ağustos	33,1	37,6
Eylül	33,6	46,2
Ekim	38	38,3

Kaynak: Eğilmez ve Kumcu, 2001: 193

Tablo 32. 1 Kasım Piyasası Faiz Oranları

Günler	Repo Piyasası Gecelik Faizi
1 Kasım	44,4
10 Kasım	29,7
15 Kasım	91,8
22 Kasım	153,4
28 Kasım	199,5
1 Aralık	727
4 Aralık	1275,2
15 Aralık	63

Kaynak: Eğilmez ve Kumcu, 2001:198

Tablo 32’de 1 Kasım 15 Aralık tarihleri arasında repo piyasası gecelik faiz oranları verilmiştir. 15 Kasımda 91,8 olan faiz, 199,5’e yükselmiş, 4 Aralıkta ise 1275,2 oranına kadar çıkmıştır.

Program uygulamaya konulduktan sonra, ortaya birtakım problemler çıkmış, bu da programa duyulan güveni sarsmıştır. Programın uygulanması sonucu;

- i. Enflasyon hedeflenenin üzerinde gerçekleşmiş,
- ii. Türk Lirası Aralık 1999 yılına göre Ocak 2001 yılında %17 değer kazanmış,
- iii. İthalat %23 artmış, ihracat ise sadece %2,2 olmuştur (TL’de ki değerlenme ile beraber),
- iv. İhracattaki olumsuz gelişmenin bir diğer nedeni de faizlerdeki hızlı düşüş tüketici kredilerini %300 oranında arttırmıştır. Bunun sonucu talep patlaması olmuştur. Üretim ihracat yerine iç tüketime yönelmiştir,

- v. Sonuçta 2000 yılı cari işlemler açığı 9,8 milyar dolar gerçekleşmiş 2000 yılında doğrudan yatırım şeklindeki yabancı kaynak girişinin yetersiz oluşu dış kaynak girişini gündeme getirmiştir (Keyder, 2001: 38–39).
- vi. Yılın ikinci yarısında özelleştirme ve yapısal reformlara ilişkin gecikmeler yaşanmış bu da iç ve dış piyasalarda programa olan güveni sarsmış ve tedirginliğe neden olmuştur. Bütün bunlardan sermaye girişleri olumsuz etkilenmiş ve likidite sorunu ortaya çıkmış, kısa vadeli faiz oranları artmıştır. Yüksek miktarda devlet iç borçlanma senedini ellerinde bulunduran ve bunları kısa vadeli kaynaklarla fonlayan bankaların mali yapılarında bozulmalar meydana gelmiştir (TCMB, 2002: 2).
- vii. Bütün bu olanlardan sonra dövize yönelen spekülatif saldırı nedeni ile piyasa daha çok sıkıntıya düştü. Bu likidite sorununu atlatmak için Merkez Bankası piyasaya ek likidite sundu, Etibank 2000 Ekim ‘de TMSF listesine alındı. IMF Türkiye’ye 7,5 Milyar dolarlık bir Ek Rezerv sunmuştur. Türkiye bu krizi bütün bu kayıplarla atlarmaya çalışmıştır.

C) TÜRKİYE’ DE 2001 ŞUBAT KRİZİ

Türkiye’de 2000 Kasımında yaşanan ağır ekonomik krizin etkisinden henüz kurtulamamışken 19 Şubat 2001 yılında yeni bir krizle daha karşılaşmıştır. Bu ikinci krizin başlamasına neden olan olay Başbakan ile cumhurbaşkanı arasındaki tartışmadır. Bu olaydan sonra Türkiye’ ye spekülatif saldırılar başlamış ve yeni bir kriz patlak vermiştir.

21 Şubatta bankalar arası para piyasasında gecelik faiz oranları %6200’e kadar yükselmiştir. Merkez Bankası 16 Şubat tarihinde yaklaşık 28 milyar dolar rezerve sahip iken, 23 Şubat tarihinde bu miktar 22,58 milyar dolara kadar düşüş göstermiştir. Kasım krizinde dövize saldırı yalnız yabancılarla sınırlı iken Şubat krizinde ülkedeki kişi ve

kurumlar özellikle bankalar dövizle saldırılarını sürdürmüştür. Bütün bunların sonucunda TCMB 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakıldığını açıklamıştır. 19 Şubat tarihinde 1 Dolar 686,500 TL iken, 23 Şubat tarihinde 920,000 TL, 28 Şubat tarihinde ise 960,000 TL olmuştur. Kur artışı on günde %40 'a ulaşmıştır. Bu arada faizler de çok yüksek düzeylere ulaşmıştır ancak dövizle olan talebin azalmasına neden olamamıştır.

Kriz öncesinde ve kriz döneminde, kısa vadeli yabancı sermaye şeklinde yabancı sermaye giriş ve çıkışları, krizin oluşumunda ve gelişiminde önemli derecede etkili olmuştur. Kriz öncesindeki ilk on ay içerisinde döviz kuru çapısının inandırıcılığı ve sıcak para için pozitif arbitraj getirisinin düşen faizlere rağmen devam etmesi sonucu net yabancı sermaye girişleri artmış ve 15,2 milyar dolara ulaşmıştır. Bunun 14,2 milyar dolarlık kısmı ise borç artıran yabancı sermaye girişleri şeklinde gerçekleşmiştir. Döviz kuru hedeflerinin gerçekleştirilemeyeceğini ve cari açığın arttığını gören yabancı yatırımcılar, ülkeyi terk etmiş; 2000 Kasımından, 2001 Haziran a kadar olan dönemde 10,4 milyar dolar net sermaye çıkışı yaşanmıştır. Giriş yapan 15,2 milyar dolarla çıkış yapan -10,4 milyar dolar arasındaki fark da ekonominin yabancı sermaye hareketleri dolayısı ile karşılaştığı şoku anlatmaktadır(Kar ve Kara, 2002: 13).

SONUÇ

Son yıllarda uluslararası finans piyasalarına çeşitli biçimde giren sermaye akımlarından kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerindeki ağırlığının giderek artması, bu tür kısa vadeli sermaye akımlarının ülke ekonomileri üzerinde ne gibi etkiler yarattığının yakından izlemesini gerekli kılmıştır. Çoğunlukla ülkeler arasındaki faiz farklılıklarından yararlanmak için yer değiştiren kısa vadeli sermaye hareketlerini etkileyen temel faktör, bu akımların faiz farklılıklarına karşı duyarlılığıdır.

Gelişmekte olan ülkelerin çoğu potansiyel büyümelerinin önünde en büyük engel olan sermaye yetersizliğini aşmak için, ülkeye yönelik sermaye akımlarını teşvik edici birtakım düzenlemeler yapmışlardır. Öncelikle kambiyo rejimindeki kısıtlamaları kaldırarak serbest kambiyo rejimini benimsemiş, böylelikle ulusal paranın konvertibilite derecesini arttırmışlar, daha sonra da uluslararası sermaye hareketleri ve işlemleri üzerinde tüm sınırlamaları kaldırarak, ülkede serbest piyasa koşullarının işlemesine ve ülkeye yönelik sermaye hareketlerinin artmasına imkan sağlamışlardır. Gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerine yönelik bu tür girişimler sürerken gelişmiş ülkelerdeki arbitraj imkanının gitgide azalması ve bunun yanında büyüme hızlarının yavaşlaması, gelişmiş ekonomilerde biriken tasarrufların hızla gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmesine neden olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin nedenleri, temelde itekleyici ve çekici olmak üzere iki faktörle açıklanmaktadır. İtekleyici faktörler uluslararası konjonktürde yaşanan gelişmeler (dışsal faktörler)dir. Çekici faktörler, ülke ekonomisinde yaşanan değişimler (içsel faktörler) dir. Buna göre; dışsal faktörler, gelişmiş ülkelere düşük faiz oranları ve 1990'lı yıllarda bu ülkelere yaşanan durgunluk nedeni ile düşen karlar, iletişim teknolojisindeki gelişmelerin sermaye hareketlerinin maliyetlerini azaltmasıdır. İçsel faktörler ise 1990 yılından sonra gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşmeye gitmeleri, makro ekonomik dengelerinde iyileşme sağlamaları, Yabancı sermayenin teşviki amacı ile birtakım yasal düzenlemeler yapılması gibi unsurlardan oluşmaktadır.

Sermaye girişlerinin makro ekonomik etkileri incelendiğinde, ulusal ekonomi üzerinde çok yönlü etkileri göze çarpmaktadır. Uluslararası sermaye akımlarının en büyük etkisi, bu akımların tasarruf açığını ne ölçüde giderdiğine ve yatırımları yada tüketimi finanse edip etmemesine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin kriz deneyimleri dikkate alındığında, bu akımların tüketimi finanse ettiği görülmektedir. Ayrıca bu etki ulusal paranın aşırı değerlenmesi etkisi bir araya geldiğinde, sürdürülemez cari işlemler açığı meydana gelmekte, sabit kur sisteminin varlığı halinde de, bu girişler sonucunda dış ticarete konu olmayan malların göreceli fiyatlar artışı enflasyonist baskılar yaratmakta ve makro ekonomik dengelerin bozulmasına neden olmaktadır. Kısa vadeli sermaye akımlarını teşvik eden düşük kur, yüksek faiz politikasıyla kamu sektörünün iç borç yükü atmakta, parasal büyüklükleri genişletici etki yapmakta ve sterilizasyon politikalarının uygulanması ile yurtiçi faizleri yükselterek bir kısır döngüye sebebiyet vermektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin en önemli etkilerinden biri de kamunun politika etkinliği üzerinde kısıtlayıcı etkisidir. Bu girişlerin artması ile ülke ekonomisinde para ikamesi olgusu yaşanmakta ve hükümetin para politikası etkinliği kısıtlanmaktadır. Ayrıca spekülasyon nitelikte sermaye akımlarının ani çıkışı, kaynak dağılımını bozmakta ve fiyat dirençlerine neden olarak ekonomik beklentileri kötüleştirmektedir. Bütün bunların yanı sıra, sermaye girişleri ile ortaya çıkan kurlardaki aşırı değerlenmeler, ülkenin kur riskini taşımasına neden olmaktadır. Bütün bunlar ülkelerde krizlerin yaşanmasına neden olmaktadır.

Türkiye Ekonomisi de gelişmekteki tüm ülkelerin temel sorunu olan iç kaynakların yetersizliği ve ekonomik büyüme için gerekli ithalatı, sağlayacak döviz tedarik edememesi nedeni ile, içinde bulunduğu darboğazı aşmak için finansal daralmaya neden olan tüm engellerin aşılması hedeflenmiştir. Böylece Türkiye Ekonomisi'nde yeni bir dönüm noktası olan ve etkilerinin yoğun olarak tartışıldığı finansal serbestleşme hareketleri 1980 yılından itibaren başlamıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin tam olarak serbestleşmesi ise 1989 yılında gerçekleşmiştir.

Fakat birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi Türkiye Ekonomisi'ndeki makro dengelerin tam sağlanamadığı bir ortamda, uluslararası sermaye akımlarının sağlayacağı döviz girişi ve finansman imkanlarının artması, birtakım avantajlardan

yaralanmak amacı ile sermaye hareketlerinin önemli ölçüde serbestleştirilmesi, ekonominin giderek ısınması ile ülkedeki mevcut istikrarsızlığın derinleşmesine neden olmuştur.

Sermaye hareketlerinin üzerinde şekillenecek olan politika araçlarının niteliği belirlerken, sermaye hareketleri ile ilgili yapılmış olan ampirik çalışmaların sonuçlarından faydalanılabilir. Sermaye hareketleri ile ilgili ampirik çalışmalardan elde edilen sonuçlara göre (Claessens, Dooley ve Werner 1995: 153–174; Ceviş, 1998:96; Kaya,1998:83); Türkiye’ye yönelen sermaye hareketleri içinde kısa vadeli sermaye hareketleri oynaklığı en yüksek olarak bulunmuştur. Oynaklığın yüksek olması, sıcak para olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca Türkiye’ye yönelen sermaye hareketleri içinde kalıcılığı en düşük sermaye hareketinin kısa vadeli sermaye hareketlerine ait olduğu görülmektedir. Spekülatif nitelikli sermaye hareketleri, kısa vadeli arbitraj imkanlarını değerlendirmeye yönelik olduğu için, geri dönüş kabiliyetleri yüksektir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynaklığının yüksek kalıcılığının düşük olarak bulunması, geri dönüş kabiliyetinin yüksek olduğunu göstermektedir.

Türkiye’de özellikle 1988 yılından itibaren yüksek faizi teşvik edici para politikalarının uygulanmaya başlaması, kısa vadeli sermaye girişini teşvik ederken, hükümete daha kolay yoldan finansman imkanı da tanımıştır. Ancak bu durum kamu iç ve dış borçlarının artmasına, uluslararası piyasalardan daha ucuza fon temin edebilecekken, daha pahalıya borçlanarak bütçe açığının katlanarak devam etmesine, borçlanma vadesinin bir yıl gibi kısa vadede oluşmasına ve faiz hadlerinin artmasına neden olmuştur. Artan faiz oranları ise, kısa vadeli sermaye girişini hızlandırmış ve döviz arzında sağlanan artışla Türk Lirası’nın diğer paralar karşısında reel olarak değerlenmesine neden olmuştur. Yüksek faiz düşük kur politikası ise ihracatın düşmesine, ithalatın artmasına neden olmuştur. Sonuçta ihracatın ithalatı karşılama oranı düşmekte ve giderek artan cari işlemler açığının kapatılmasında kısa vadeli sermayeye daha da bağımlı hale gelinmesine neden olmuştur.

Yapılmış olan çalışmaların sonuçlarına göre (Ceviş, 1998:96; Kaya,1998:83; Kesici, 1999: 98); Türkiye’de bütçe açığı ve kısa vadeli sermaye hareketleri arasında uzun dönem pozitif ilişki bulunmaktadır. Bu iki değişken arasında yapılan Granger

nedensellik testi sonuçlarına göre kısa vadeli sermaye hareketleri ve bütçe açıklarının birbirini besleyen bir yapıda olduğu görülmektedir. Yani bütçe açığının artması, kısa vadeli sermaye hareketlerinin artmasına neden olmakta, bu girişler sayesinde kamu açıklarının azaltılması yolundaki uygulamalar ertelenmektedir. Bunun yanı sıra Türkiye’de cari işlemler açığı ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında uzun dönem ilişkisi olduğu ortaya konulmaktadır. Cari işlemler açığının yüksek olduğu yıllarda, kısa vadeli sermaye girişlerinin de yüksek olması bu ilişkiyi desteklemektedir. Türkiye’de 1989-2004 yıllarına ait büyüme oranlarına bakıldığında, ekonominin hızlı büyüdüğü yıllarda artan ithalat talebinin önemli bir miktarının kısa vadeli sermaye girişleri ile karşılandığı görülebilmektedir.

Ülkeye yönelik sermaye girişinin ekonomiye en olumsuz etkisi yurtiçi tasarruf oranlarının düşmesi şeklinde olmuştur. Kısa vadeli sermaye girişinin faiz oranlarını yükseltmesi bir yandan, sabit sermaye maliyetlerini arttırmış, bir yandan da yüksek faizden kazanç sağlayan kesimin kazançlarını ekonomiye tasarruf olarak değil de tüketim olarak yansıtmasına neden olmuştur. Buna bağlı olarak yurtiçi tasarruf oranları düşmüştür.. dolayısı ile ülkeye giren sermaye, yatırımlara yönelmeyip tüketimi teşvik eder hale gelmiştir. Ancak bu durum ekonomide büyümeyi engellememiş, tüketime dayalı bir büyüme halini almıştır.

Sonuçta; hükümetin kamu açıklarını azaltma yönünde girişimlerde bulunması yerine, bu açıkları kısa vadeli sermaye akımları ile kapatmaya çalışması, diğer yandan da yurtiçi talep artışının ithalata yönelik olmasından dolayı, ülkedeki faiz oranları ve döviz kuru üzerinde baskı yapmaktadır. Bu durum ise finansal serbestleşmenin sağlandığı bir ortamda, kısa vadeli sermaye hareketlerini yurtiçi faiz ve döviz kurlarındaki değişimlere karşı son derece esnek hale getirmektedir. Bu yüzden faize yada döviz yapılıp yapılacak müdahalelerin kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde büyük etki yaratarak, ülkedeki tüm dengeleri bozacak şekilde ülkeyi terk etmesine neden olmaktadır. Bu durumun örneğini Türkiye’de ve dünyada meydana gelmiş olan ekonomik krizlerde görmek mümkün olmaktadır.

KAYNAKÇA

- Adams, C., Mathhieson, D.C., Schinasi, G., Chadha, B., 1998, İnternational Capital Markets: Developments, Prospects and Key Issues, Washington, D.C., IMF,
- Akdiş, M., 2000, Global finansal sistem, Finansal Krizler ve Türkiye, 1. Basım, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul.
- Aslan, N., 1997, Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Türkmen Kitabevi, İstanbul
- Aslan, N., 1995, Kalkınmakta Olan Ülkelerde Sermaye Akımları, Banka ve EkonomikYorumlar.
- Aşıkoğlu, Y., 1995, Finance, Exchange Rates & Financial Liberalization, Capital Markets Board Publication Number:24.
- Başkaya, F., Borç Krizi Üzerine Bir Deneme,1986a, Yargı Kitabevi, Ankara.
- Başkaya, F., Devletçilikten 24 Ocak Kararlarına, 1986b, Birlik Yayıncılık, Ankara.
- Berksoy, T., 1998, Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, İTO İstanbul
- Calvo,G.,Leiderman, L., ve Reinhart, C.M., 1994, New Capital Flows, Problems, Concept and Issues, International Center for Economic Growth, Occasional Papers, Number:56.
- Celasun, M., 2001, Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001, Doğu Batı Dergisi, 4(17), s.161-169.
- Ceviş, İ., 1998, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Analizi ve Türkiye Örneği, Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara (Yayınlanmamış).
- Chadler, L., V., 1993, The Economics of Money and Banking, Harper International Addition, 6. Edition, s.439-441 .
- Claessens, S., DOOLEY, M.P., ve Warner, A., 1995, Portfolio Capital Flows: Hot or Cold, The World Bank Discussion Papers, Portfolio Investmentin Developing Countries, No228:18-33.
- Dadush, U., Dasgupta, D. ve Ratha , D., 2000, The Role Short Term Debt In Recent Crises, Finance & Development , December, s.54-57.
- Dorukkaya, Ş., Yılmaz, H.H., 1999, Liberilizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler,(Şili ve Meksika Deneyimleri), Yaklaşım Dergisi, Yıl:7, Sayı:75, Mart, s.122-127.

- Demircan, H., 2003, Dünyada ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Eğilmez, M., 1999, Global Finansal Kriz ve Türkiye’ye Etkileri, Mess Mercek Dergisi, Ocak, s.33-43.
- Ercan, M.K., 2001, Doğrudan Yabancı Yatırımlar ile Ülkenin Kalkınmışlığı ve Krizler Arasındaki İlişki, Gazi Üniversitesi, İİBF Dergisi, 3(2), s.81-92.
- Ercan, H., 2000, Açık Ekonomi İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, No:642, Ankara.
- Erdoğan, N., 2002, Dünyada ve Türkiye’de Finansal Krizler, Yaklaşım Yayınları, Ankara.
- Eser, K., 1994, Finans Krizi ve Finans Kesiminde Reform Arayışları, İşletme Finans Eylül 1995, SAayı:114, s.52.
- Frankel, Jeffrey A., 1993, Quantifying International Capital Mobility in the 1980’s, D.K. DAS(ed.), International Finance Contemporary Issues, Rotledge.34.
- Guth, W., 1963, Capital Exports to Less Developed Countries, D. Reidel Publishing Company.
- Güven, S., 2001, Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 16(185), s.79-98
- Iversen, C., 1967, Aspects of the Theory of International capital Movements, New York
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası web sayfası (<http://www.imkb.gov.tr>), (25.11.2005).
- Karabulut, G., 2002, Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri, Der Yayınları:328, İstanbul.
- Kar,M., Kara, M.A., Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri Ve Krizler, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı web sayfası (<http://www.dtm.gov.tr>)(20.08.2005).
- Karluk, R.,1983, Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, İTO Ekonomik Yayınları Dizisi, No:13, İstanbul.
- Kaya, Y.T., 1998, Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi Türkiye Örneği, İstanbul .
- Kazgan, G., 1985, Ekonomide Dışa Açık Büyüme, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul
- Kazgan, G., 1997, Küreselleşme ve yeni ekonomik düzen: Ne getiriyor? Ne götürüyor? Nereye gidiyor?, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul.

- Kazgan, G., 1999, Tazminattan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi: Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul.
- Kazgan, G., 2000, İktisadi Düşünce veya Politik İktisatın Evrimi, Remzi Kitabevi 9. Basım.
- Kazgan, G., 2001, Küreselleşmiş Dünyada Küreselleşen Türkiye'nin Krizleri, İktisat Dergisi Şubat-Mart, s.26-30.
- Kepenek, Y., Yenitürk, Y., 2000, Türkiye Ekonomisi, 10. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Kesici, S., 1999, Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Üzerine Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Ankara (Yayınlanmamış). Dergisi, s.26-30.
- Kindleberger, C.P., 1965, International Short-Term Capital Movements, reprints of Economic Classics, Augustus M. Kelley Publisher, New York.
- Kumcu, E., Eğilmez, M., 2001, Krizleri Nasıl Çıkardık, Creative Yayıncılık, İstanbul.
- Mc Kinnon, R.I., 1973, Optimum Currency Areas, American Economic Review.
- Oktar S., 1995, Uluslararası Sermaye Akışı ve Sıcak Para, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 32 (Kasım 1995), s.5-11.
- Özer, M., 1999, Finansal Krizler Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.
- Özer, M., 2003, Financial Liberalisation In Turkey During The Perriod 1980-2000, Volume:24, Journal of Economic Cooperation, No:2.
- Pattilo, C., Poirson, H. Ve Ricci, L., 2002, External Debt and Growth, Finance & Development, s.32-35.
- Schadler, S., 1994, Surges in Capital in Flows: Boon or Curse?, Finance & Development, s.20-23.
- Sikorski, T., 1996, Financial Liberalization in Developing Countries, Edward Elgar Publishing Limited.
- Şahin, H., 1995, Türkiye Ekonomisi, Tarihsel Gelişimi-Bugünkü Durumu, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı web sayfası (<http://www.dpt.gov.tr/temelekonomikgostergerler>), (13.07.2005).
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, 1995, Dünyada Küreselleşme

- ve Bölgesel Bütünleşmeler Alt Komisyonu Raporu, Ankara.
- T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı web sayfası
(<http://www.dtm.gov.tr/istatistikler>)(20.08.2005).
- TCMB web sayfası(<http://www.tcmb.gov.tr/yayinlar>), (15.07.2005).
- TCMB., 2002, Para Politikası Raporu 2001, Ankara.
- TCMB., 2001, Ekonomik İstikrar Büyüme ve Yabancı Sermaye Semineri,
(8-12 Mayıs 2000) , Ankara.
- Tuncer, N., 2001, Para Krizleri ve Türkiye, İktisat Dergisi, (410-411), s.43-51.
- Tur, O., 2000, Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi, Beta Yayınları, İstanbul.
- Uluslararası Yatırımcılar Derneği (YASED) web sayfası
(<http://www.yased.org.tr/istatistikler>).
- Uzunoglu, S., Akln, K., Gürsel,C.F., 1995, Uluslararası Sermaye Hareketlerinin
Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye, İ.M.K.B.K
Araştırma Yayınları No:6 Haziran:34, İstanbul.
- Ünsal, E., 2005, Uluslararası İktisat, İmaj Yayınevi, İstanbul.
- Yılmaz, M.K., 1994, Uluslararası Portföy Yatırımları ve Türkiye, İ.M.K.B.K.
Araştırma Yayınları, No:3, Kasım:46 ,İstanbul.
- Williamson, J., Mahar, M., 2002, Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme, Çev.:
G. Delice, Liberete Yayınlar, Ankara.
- Yay, T., Yay,G., Yılmaz,E., 2001, Küreselleşme Süresinde Finansal Krizler ve Finansal
Düzenlemeler, İTO İstanbul.
- Yay, G., 2001, İstikrar Politikaları ve Ekonominin Sorunları: Mali Sektör, İktisat
Dergisi, (410-411), s.33-59.
- Yeldan , E.,2001, Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve
Büyüme, İletişim Yayınları, Ankara.
- Yıldırım, Z., 1998, Türkiye Dünyanın Neresinde, İktisat Dergisi, Sayı:380, s.136-139.