

103986

**ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE
TÜRKİYE**

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
Müh. Nihat Çağrı YAZAR
(507981010)**

103986

**Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 11 Haziran 2001
Tezin Savunulduğu Tarih : 28 Haziran 2001**

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Hacer ANSAL 
Diğer Jüri Üyeleri: Yrd. Doç. Haluk LEVENT (GSÜ) 
Yrd. Doç. Özlem ONARAN 

HAZİRAN 2001

ÖNSÖZ

İkinci Dünya Savaşı sonrası yeniden canlanan Batı ekonomilerinin yarattığı inanılmaz büyüklükteki tasarruf birikimi özellikle geçtiğimiz 30 yılda kontrolsüz biçimde dünya ölçeğinde yer değiştiren bir kütle haline dönüşmüştür.

Bu para kütesinin özellikle 1970’li ve 1990’lı yıllardaki hedefi ise “küreselleşme” ideolojisine ayak uydurmaya çalışan “gelişmekte olan ülkeler” olmuştur. Ekonomilerine akan bu sermayeden faydalanan söz konusu ülkeler aynı zamanda bu para kütesinin ani tepkileri nedeniyle sık sık finansal krizler de yaşamaktadırlar.

Günümüzde Türkiye’nin de sık sık yaşadığı finansal krizler sermaye hareketleriyle doğrudan ilişkilidir. En son, sermaye hareketlerinin tetiklediği Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ülkenin büyük özverilerle sürdürmeye çalıştığı ekonomik programın iflasına yol açmıştır.

Dolayısıyla bu hareketler aynı zamanda tüm gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de makroekonomik yönetimi güçleştirmekte, zaten politik istikrarsızlık yaşayan ülkenin ekonomisine bir de finansal istikrarsızlık katmaktadır. Politika üretirken sermaye hareketlerinin bu politikaya vereceği tepkilerin de göz önüne alınması gerekmektedir.

Elinizde tuttuğunuz çalışmada söz konusu sermaye hareketleri konu alınmakta, özellikle 1990’lı yılların ekonomik arenasına damgasını vuran “kısa vadeli özel sermaye akımları”na yoğunlaşmaktadır. Söz konusu akımların tarihi, gelişmekte olan ülkelere yönelişinin analizi ve nedenleri, makroekonomik etkileri; bu hareketlere devletlerin gösterdiği tepkiler ve nihayet Türkiye’nin tüm bu düzen içerisindeki yeri incelenmektedir.

Çalışmamın konuyla ilgilenenlere yardımcı olmasını diler, danışmanım Sn. Prof. Dr. Hacer Ansal’a teşekkür ederim.

Haziran, 2001

N.Çağrı Yazar

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	V
TABLO LİSTESİ	VI
ŞEKİL LİSTESİ	VII
ÖZET	VIII
SUMMARY	IX
1. GİRİŞ	1
2. KÜRESELLEŞME VE SERMAYE HAREKETLERİ	3
2.1. Finansal Serbestleşme	3
2.2. Finansal Serbestleşmenin Sonuçları	6
2.3. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türleri	8
2.3.1. Uluslararası özel sermaye akımları	9
2.3.2. Dolaysız yabancı sermaye yatırımları	12
3. SERMAYE HAREKETLERİ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER	18
3.1. Bretton Woods Sonrası Dönem ve Kimlik Değiştiren Sermaye Hareketleri	18
3.2. Gelişmekte Olan Ekonomilere Dönük Sermaye Hareketlerinin Analizi	19
3.3. Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelmesinin Nedenleri	28
3.4. Finansal İstikrarsızlık ve Krizler	34
3.5. Sermaye Hareketlerinin Ulusal Ekonomiler Üzerindeki Etkileri	35
3.5.1. Açık ekonomi modelleri ve sermaye hareketleri	38
3.5.2. Uluslararası sermaye hareketlerinin rekabet gücüne etkisi	40
3.5.3. Sermaye hareketlerinin sonuçları	40
4. SERMAYE HAREKETLERİNİN KONTROLÜ	44
4.1. Risk Bazlı Sermaye Yeterliliği Standartları	47
4.2. Döviz Cinsi İşlemlerin Vergilendirilmesi	48
4.3. Sermaye Hareketleri ile İlgili Uygulamalar	50
4.3.1. Avrupa'daki uygulamalar	52
4.3.2. Gelişmekte olan ülkelerdeki uygulamalar	54
4.3.3. Makroekonomik politikalar	55
5. 2000'LERİN DÜNYA EKONOMİSİ VE SERMAYE HAREKETLERİNİN ÖNEMİ	58
6. TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ	63

6.1. Osmanlı'da Dış Kaynaklar	63
6.2. Cumhuriyet ve Devletçilik Dönemi	64
6.3. İkinci Dünya Savaşı Sonrası Dönem ve Ekonomik Dönüm Noktası	65
6.4. Planlı Gelişme Dönemi	69
6.5. 24 Ocak Kararları ve 1980 Sonrası Finansal Serbestleşme	72
6.5.1. 1980-1982 dönemi ve 1982 banker krizi	73
6.5.2. 1982 krizi sonrası finans dünyasındaki gelişmeler	74
6.5.3. Yabancı sermayenin serbestleştirilmesi	75
6.5.4. Kur ve döviz işlemleri ile ilgili politikalar	76
6.5.5. 1980'lerin ikinci yarısı	77
6.5.6. Dış borçlanma	78
6.5.7. Dış ticaretin serbestleştirilmesi	79
6.5.8. Tam açık kambiyo düzeni ve 1990'lar	79
6.5.9. Sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisine etkileri	83
6.6. 2000'lerde Türkiye'de Yabancı Sermaye	85
6.6.1. Sermaye hareketi büyüklükleri	85
6.6.2. 2000 yılında yabancı sermaye	89
6.6.3. 2000 istikrar programı	91
7. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME: KÜRESEL BİR PAZAR OLARAK TÜRKİYE VE İSTENİLEN SERMAYENİN GELMEME NEDENLERİ	93
KAYNAKÇA	106
EKLER	108
ÖZGEÇMİŞ	109

KISALTMALAR

OECD	: Organization for Economic Cooperation and Development
AB	: Avrupa Birliği
IMF	: International Monetary Fund
AET	: Avrupa Ekonomik Topluluğu
GATT	: General Agreement on Tarriffs and Trade
BIS	: Bank of International Settlements
IOSCO	: International Organization of Securities Commisions
NAFTA	: North American Free Trade Agreement
ERM	: Exchange Rate Mechanism
GNP	: Gross National Product
UNCTAD	: United Nations Conference on Trade And Development
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
OPEC	: Organization of Petroleum Exporting Countries
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
YASED	: Yabancı Sermaye Derneği

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 3.1. Son üç onyılıda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenler içindeki payları	22
Tablo 3.2. Gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasası işlem hacimleri....	30
Tablo 5.1. Kriz ülkelerinin 2000 yılı performansları	59
Tablo 6.1. Osmanlı İmparatorluğu'nda yabancı sermaye yatırımları.....	64
Tablo 6.2. Dış sermaye kaynakları, 1946-1962.....	69
Tablo 6.3. 1980'lerde sermaye hareketleri.....	87
Tablo 6.4. 1990'larda sermaye hareketleri.....	87
Tablo 6.5. Son üçyıl itibariyle izin verilen yabancı sermaye.....	89
Tablo 6.6. Son üçyıl itibariyle izin verilen yabancı sermayenin sektörel dağılımı.....	90
EK1 Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları.....	100

ŞEKİL LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 3.1 : 1975-1982 arası gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin bileşimi	23
Şekil 3.2 : 1983-1989 arası gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin bileşimi.....	23
Şekil 3.3 : 1990-1998 arası gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin bileşimi.....	24
Şekil 3.4 : 1975-1982 arası gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin dağılımı	25
Şekil 3.5 : 1983-1989 arası gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin dağılımı.....	25
Şekil 3.6 : 1990-1998 arası gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin dağılımı.....	26
Şekil 6.1 : 2000 yılı gerçekleşen sermaye hareketlerinin bileşimi.....	88
Şekil 6.2 : Yıllar itibariyle verilen sermaye izinleri ve gerçekleştirmeler...	90

ÖZET

Bu çalışmada İkinci Dünya Savaşı sonrasında Batı ekonomilerinde oluşan tasarruf fazlasının kontrolsüz küresel gezisi ve bunun küresel piyasalara etkisi analiz edilmektedir. Bu gezi, "küreselleşme"nin bir sonucudur. 1970'lerde Bretton Woods sisteminin çökmesinden sonra gelişmiş ve yeni gelişmekte olan ülkeler liberal ekonomi politikalarını kabul etmeye başlamış ve bu durum "küreselleşme miti"ne yol vermiştir.

Özellikle 1990'lı yıllarda bu sermaye hareketi spekülatif ve kısa vadeli bir kimlik kazanmıştır. Bu hareket yönünü yeni gelişmekte olan ülkelere doğrultmuş, bu ülkelerin potansiyellerinin ötesinde kaynak kullanımına imkan sağlamış, ancak aynı zamanda parasal turbulans dönemlerinde ani çıkışlar yaparak finansal krizlere neden olmuştur. 1990'ların ortasındaki Latin Amerika ve 1997 Asya krizi küreselleşmenin "küresel piyasalarda etkinlik" denilen amacını tartışılır hale getirmiştir.

Bu hareketin arkasındaki ana neden o dönemlerde gelişmiş ülkelerin piyasalarındaki durgun yapıdır. Kar dürtüsüyle hareket eden özel akımlar gelişen piyasa ülkelerine ve onların yeni doğan piyasalarına hücum etmiştir. resmi akımlar 1990'larda önemini kaybederken, dolaysız yatırımlar zaten hiçbir zaman finansal işlemlerin küreselleşmesi ortamının karakteristiklerinden biri olmamıştır.

Aynı uluslararası özel akımlar yakın tarihte Türkiye'nin ekonomik istikrar programının çökmesine neden olan finansal krizi tetiklemiştir. Bu program devlet ve halktan büyük özveriler gerektirmiş idi.

O zaman hem yabancı hem de yerli yatırımcılar için oynak olmayan ve güvenli finansal koşullar sağlamak için ne yapılabilir? Geleneksel sermaye yasaklarına geri dönmek neredeyse imkansızdır. "Küreselleşme ağı" tamamen dışında kalınamayacak bir noktaya gelmiştir. Bu çalışmanın sonucu makroekonomik politikaların belirlenmesinde sermaye hareketlerinin bu politikalara verebileceği tepkilerin göz önüne alınması gerektiği ve dikkatli düzenlemelerle daha uzun vadeli, daha az spekülatif yabancı yatırımın ülkeye çekilmesi gerektiğinin altı çizilmektedir.

INTERNATIONAL CAPITAL MOVEMENTS AND TURKEY

SUMMARY

In this study the uncontrolled global journey of surplus accumulated in Western economies as a result of economic recovery after World War II and its effects on global markets are analyzed. This journey is a result of "globalization". After the collapse of Bretton Woods system in 1970's both the developed and newly developing world started to accept liberal economic policies and this trend gave way to "globalization myth".

Especially in 1990's this capital movement has had a speculative and short term identity. This movement changed its direction towards newly developing countries, helped those countries use resources beyond their potential and at the same time caused financial crises, suddenly exiting the economies during monetary turbulence periods. Mid 1990's Latin America crisis and 1997 Asian crisis made financial globalization's so called "efficiency for world markets" aim discussable.

The main reason behind new direction of the movements was stagnant structure of developed world's financial markets at that time. With profit instinct private flows attacked emerging markets countries and their new born financial markets. Official flows lost their importance during 1990's while direct investments has never been a characteristic of globalization of financial transactions.

The same international private capital movements triggered recent financial crises which caused the collapse of economic stability programme of Turkey again. That programme had required great effort from government and people.

So what should be done in order to create non volatile and safe financial conditions for both local and foreign investors? It is nearly impossible to turn back to traditional ways of capital restrictions. "Globalization network" has come to a point where it is impossible to stay totally out of it. The result of this study underlined the need to take the possible reactions of those capital movements into consideration when

macroeconomic policies are being decided and attract longer term, less speculative foreign investments with the help of prudential regulations in the country.



1. GİRİŞ

1970’li yıllarda dünyada yaşanan ekonomik buhran sonrası Bretton Woods sisteminin sona ermesi, küreselleşme olgusunun dünya ekonomilerine hakim olmaya başlaması ve ulusal ekonomilerin entegrasyonu sonucunda sermaye hareketleri yeni ekonomik düzenin en belirleyici unsurlarından biri haline gelmiştir.

Bretton Woods sisteminin 1970’li yılların başından itibaren çözülmeye başlaması, borç krizinin aşılması ve sermaye akımlarının nitelik değiştirip, özellikle resmi ve doğrudan kanallardan özel ve dolaylı finansman kanallarına kaymasının ardından söz konusu akımların ulusal ekonomiler üzerindeki etkilerine ve yarattıkları sorunlara yönelik tartışma ve araştırma gündemi de değişmiştir. Kambiyo denetimlerinin gevşetilmesi ile küresel çapta dolaşım serbestisi kazanan sermaye, ödemeler bilançosunda cari işlemler kalemi ile arasındaki bağı koparmış; mal hareketinden bağımsız bir biçimde dolaşan, ulusal ekonomilerin finansman ihtiyacını karşılamak yerine daha çok arbitraj kazancı kovalayan, spekülatif ve giderek büyüyen bir para hacmi haline dönüşmüştür. Nitelik ve nicelik değiştiren bu para kütlesi özellikle 1990’lı yıllarda giderek artan bir ölçüde gelişmekte olan ülkelere yönelmeye başlamıştır. Bu ülkeler kendilerine yönelen sermaye hareketleri sayesinde geniş kaynak kullanma imkanına sahip olmuş, büyüme performanslarını yükseltmişlerdir. Ancak sermaye hareketlerinin edindiği yeni karakter ve işlev aynı zamanda bu ülkelerde finansal krizlerin de yaşanmasına sebep olmuştur. 1980’lerdeki dış borç krizinin ardından, 1990’lar gelişmekte olan ülkeler için finansal krizler dönemi olarak tarihe geçmiştir. Artık söz konusu ülkelerin finans piyasalarını oluşturma ve güçlendirme aşamasında makroekonomik istikrarı sağlayabilmeleri için faiz oranları, döviz kurları ya da vergi alanlarında uyguladıkları politikalara uluslararası sermayenin vereceği tepkiyi göz önüne almaları gerekmektedir.

Sermaye hareketleri sorunu gelişmekte olan ülkeler bağlamında İkinci Dünya Savaşı sonrasında da tartışılmıştır. Ancak bu erken dönemdeki tartışma ve araştırmalar Bretton Woods anlaşmasının oluşturduğu düzen çerçevesinde gelişmiştir. Bretton Woods sisteminde genellikle kambiyo denetimleri altında gerçekleştirilen sermaye

girişinin bu ülkelerin finansal sistemlerinde ve fiyatlarında yaratabileceği etkiler ise sınırlı kalmış ve bu nedenle de tartışma ve araştırma gündeminde yer almamıştır. Bu dönemde ilgi daha çok doğrudan yatırımların yarar ve maliyetleri, istikrarsızlık dönemlerinde gözlenen “sermaye kaçıışı”, uluslararası sermaye akışının ulusal ekonomilerin üretken sistemi ve dış ödemelerinde meydana getirdiği etkiler üzerinde yoğunlaşmıştır. Örneğin, 1970’li yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik özel banka kredilerindeki hızlı artış ve bunun sonucunda ortaya çıkan “borç krizi” gündeme ödenmeyen borçlar, acil yardımlar, kurtarma operasyonları gibi yeni konuları taşımıştır.

Bütün bu gelişmeler ise küreselleşme olgusunun, gelişmekte olan ülkelerin makroekonomilerinde yarattığı “oynaklık” (volatility) ve kriz tehdidi nedeniyle sorgulanmasına yol açmıştır. Türkiye de 1980 sonrası yaşadığı finansal liberalleşme süreci ve bunun sonucunda serbestleşen kambiyo rejimi ile giderek artan bir sermaye girişine konu olmaktadır. Bu hareketin yarattığı ekonomik istikrarsızlık, politik istikrarsızlıkla birlikte ülke için 2000’lerde çözülmesi gereken en önemli sorundur. Elinizde tuttuğunuz çalışmada sermaye hareketlerinin gelişimi, yapısı ve makroekonomik etkileri incelenmekte; bu hareketlerin Türkiye için önemi analiz edilmektedir.

İkinci bölümde genel olarak küreselleşme, beraberinde getirdiği finansal liberalizasyon ve bunun sonuçları incelenmekte, daha sonra sermaye hareketlerine geçilerek bunların türleri açıklanmakta ve konuyla en çok ilişkili bulunan özel mali sermaye akımları ile dolaysız sermaye akımları tanımlanmaktadır.

Üçüncü bölümde küreselleşme ortamında gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketleri incelenmekte, sayısal olarak analiz edilmekte, bu hareketlerin arkasındaki sebepler, ülke ekonomilerine etkileri bütüncü altına alınmaktadır.

Dördüncü bölümde küresel olarak uygulanan sermaye hareketlerine dönük kontrol politikaları ve bunların geçerlilikleri incelenmektedir. Beşinci bölüm en son küresel gelişmelerin UNCTAD raporu çerçevesinde değerlendirildiği bölümdür.

Altıncı bölüm ise Türkiye’de yabancı sermaye hareketlerinin geçmişi ile başlamakta, 1980 sonrası gelişmelere ve 1990’larda yaşananlara da detaylı bir biçimde değinerek bugün ile ilgili değerlendirmelerle son bulmaktadır.

2. KÜRESELLEŞME VE SERMAYE HAREKETLERİ

2.1 Finansal Serbestleşme

Bu bölümde genel olarak yaşanan finansal serbestleşme (liberalizasyon) sürecinden ve bunun sonuçlarından bahsedilecektir.

Bir ülkenin finansal piyasaları yabancı yatırımcı ve/veya borç alanlara açıksa ya da vatandaşlar yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülükler sahip olabiliyor ise o ülke ve piyasaları uluslararasılaşıyor, serbestleşiyor demektir. Ulusal ve uluslararası finansal işlemler birbirlerinin yerine geçici ve birbirlerini tamamlayıcı özellikler geliştirdikçe tamamen yerel karakteristikler taşıyan finansal işlemler bile güçlü dış etkilere karşı savunmasız kalmaktadır.

1992 itibariyle endüstrileşmiş ülkelerin (önemli finansal piyasalar ve offshore merkezleri de dahil olmak üzere) toplam banka varlıklarının üçte bire yakını uluslararası özellik taşımakta idi. Bu oran bazı merkezlerde, mesela Londra'da yüzde 60'a ulaşmıştır. Aynı dönem için dünya finansal piyasalarının toplam büyüklüğü 43,000 milyar dolar olarak tahmin edilmiştir. Bu toplamın yarısı ticari bankalardadır. Uluslararası özelliği en belirgin olanlar (Eurobonolar, Eurotahviller, uluslararası banka varlıkları vs.) toplam dünya piyasalarının %18'ini teşkil etmektedirler. Ancak "ulusal" sermaye piyasalarının giderek yabancı yatırımcılara açıldığı da hesaba katılırsa bugün dünya finansal piyasalarının uluslararası karakter taşıyan payının bu oranın çok ötesinde olduğu tahmin edilebilir.

1980'lerde uluslararası finansal hareketler bankacılıktan menkul kıymetler piyasasına keskin bir dönüş yapmıştır (seküritizasyon). Finansal serbestleşme ile birlikte tasarrufçular portföylerini yabancı menkuller yönünde çeşitlendirmeye daha fazla ağırlık vermeye başlamışlardır. (Seyidoğlu, 1998) Gelişmekte olan ülkelere verilen banka borçlarının azalması, Eurobond ve Euroequity piyasalarının önem kazanması bu hareketin sonuçlarıdır. Söz konusu gelişme uluslararası bankacılığın dünya finansal piyasalarındaki payını küçültse de bankaların menkul kıymetlerle ilgili

işlemlere girmesi bankacılık ile menkul kıymetler piyasaları arasındaki gri bölgeyi, bilanço dışı kalemler adı altında büyütmiştir. Seküritizasyon beraberinde swap, forward, opsiyon gibi yatırımcıların kredi, kur ve likidite riskini azaltan yeni finansal araçları gündeme getirmiştir.

Finansın uluslararasılaşması beraberinde küresel çapta bir "finansal derinleşme"yi getirmiştir.¹ Dünya üretimi, ticareti ve yatırımındaki artış doğal olarak finansal işlemlerde artış meydana getirecektir. Oysa ki son 30 ya da 40 yıldır uluslararası finansal işlemlerde görülen bu büyüme, yatırım, üretim ve ticareti, yani reel ekonomik aktiviteleri geride bırakmıştır. 1970'lerin başından bu yana uluslararası bankacılık yıllık %20'lik artışla uluslararası ticaretteki büyümeyi ikiye katlamıştır. Uluslararası banka piyasaları büyüklüğünün toplam global sabit yatırıma oranı 10 yıldan kısa bir süre içerisinde ikiye katlanmıştır. Yukarıda anlatılan seküritizasyon sürecinin kazandığı güç hesaba katılırsa finansal derinleşmenin uluslararası bankacılık verilerinin de ötesinde bir gelişme yaşadığı düşünülebilir.

Finans işlemlerinin uluslararasılaşmasında en önemli rolü oynayan gelişmeler ise iletişim ve ulaşım teknolojisinde, özellikle elektronik alandaki gelişmelerdir. Tüm bu gelişmeler bilginin daha ucuza ve daha hızlı bir şekilde yayılmasını sağlamış, uluslararası finansal piyasaları birbirine yaklaştırmış ve sınır ötesi arbitraj olanaklarını da arttırmıştır.

Finansal deregülasyon ve serbestleşmenin önüne geçilemez bir hale gelmesinin diğer bir sebebi ise sermaye hareketleri önündeki politik engellerin kalkmasıdır. Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra 1980'lerde giderek hızlanan bu süreç tüm önemli ülkelerin finansal sistemlerini sınır ötesi ve döviz cinsinden kredilere açmış, menkul kıymet işlemlerinin özgürce yapılabilmesini sağlamıştır. 1970'lerin başından itibaren sermaye hareketlerinin serbestleşmesi çok önemli bir politik amaç haline gelmiştir. Bu amaç, savaş sonrası Bretton Woods dönemindeki, dolaysız yabancı sermaye yatırımı ve ticareti ile ilgili olmayan sermaye akımlarının desteklenmemesi, hatta engellenmesi üzerine kurulu anlayışla tamamen terstir.

¹ Finansal derinleşme, finansal varlıkların ekonomilerdeki büyüklüğünü ifade etmek için kullanılmakta ve genellikle parasal büyüklüklerin milli gelir büyüklüklerine oranıyla ölçülmektedir.

Bretton Woods döneminde sermaye hareketlerini kontrol etmekte kullanılan yöntemlerin başarısızlığı finansal deregülasyon konusundaki resmi politikaların değişmesinde önemli etkenlerden biri olmuştur. Makroekonomik amaçlarla uygulanan kontrol yöntemleri ve düzenlemeler, tüm bu baskıların dışında kalan offshore pazarlarının gelişmesine ve finansal aktivitelerin yerleşimlerini değiştirmelerine engel olamamıştır. Bu durum sonucunda yerel finansal kurumlar rekabet kaybını önlemek için finansal aktiviteleri serbest bırakma yönünde politikalar izlemeye başlamışlardır.

Finansal serbestleşme sürecinin ve buna yönelik düzenlemelerin amaçlarından biri finansal ve reel kaynakların alternatif kullanımlar arasında etkin dağılımını sağlamaktır. Burada üç tür etkinlikten bahsedilmektedir: “Dağılım etkinliği (allocative efficiency)” tasarrufların yüksek getirili yatırımlara yönelmesinden; “operasyonel etkinlik (operational efficiency)” artan rekabetin finansal piyasalardaki maliyetleri azaltmasından “dinamik etkinlik (dynamic efficiency)” ise oluşan piyasa ortamında tüketicinin istek ve ihtiyaçlarına göre mal ve hizmetler geliştirilmesinden kaynaklanacaktır. (Kaya, 1998)

Bununla birlikte bazı ekonomistlere göre finansal serbestleşme eğilimini sadece "piyasaların daha etkin işlemesi" amacıyla açıklamak yeterli değildir. Etkinlik, "ticaretin serbestleşmesi" tartışması için mantıklı bir amaç olarak kabul edilebilmektedir. Bu ekonomistler tarafından çeşitli ekonomik aktörlerin (bazı uluslararası finansal ya da finansal olmayan kuruluşların ve rantçıların) faydalarının, ekonomilerde yaşanan politik otonomi kaybı ve finansal istikrarsızlık gibi maliyetlerin önüne geçmesi daha gerçekçi bir itici güç olarak görülebilmektedir. (Akyüz, 1995)

Önemli finansal piyasaların deregülasyona gitmesi geri kalanlara da, yaşanan rekabet ortamında ayakta kalabilmeleri için, bu süreci takip etmekten başka çare bırakmamaktadır. Deregülasyonun yarattığı dalgalanmalar, birçok finansal işlemci bundan kar etmeye başladığı için (enflasyon lobisi), zaman içinde bizzat piyasa tarafından da istenen bir durum olmaya başlamaktadır.

Piyasalardaki tüm bu gelişmelere ek olarak yapılan uluslararası anlaşmalar ve görüşmeler de ulusal finans düzenlemelerini hedef almaktadır. Avrupa'nın tek bir pazar haline gelmesi, Kanada ve ABD arasındaki 1989 Serbest Ticaret Anlaşması,

1984 yılında ABD ile Japonya arasında yapılan (ve Japon finansal piyasalarının ABD'li kuruluşlar tarafından işgalini sağlamak yerine ABD'deki Japon portföy ve dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını hızla büyüten) anlaşma bunlara örnek olarak verilebilir.

Uruguay Görüşmeleri finansal hizmetlerin de ilk defa "çok taraflı ticaret anlaşmaları"na dahil edildiği önemli bir dönüm noktası olmuştur. Bankacılık hizmetlerinde rakipleri ve gelişmekte olan ülkeler karşısında avantajlı durumda olduklarını düşünen ABD ve İngiltere, Japonya ve Almanya karşısında rekabetçi güç kazanmak için bu görüşmelerde finansal açılma yönünde baskı uygulamışlardır.

2.2 Finansal Serbestleşmenin Sonuçları

Finansal açılma ve liberalizasyonu destekleyenlerin ileri sürdükleri amaç, bu sürecin "kaynakların uluslararası alandaki dağılımını optimize" etmesidir. Bir önceki bölümde anlatılan etkinlik varsayımlarından yola çıkan bu görüşe göre sermaye, özgürce hareket etmesine izin verildiği takdirde, en yüksek getiri fırsatı sağlayan ülkeye gidip orada yatırıma dönüşecek ve zaman içinde tüm ülkelerdeki getiri oranlarını birbirine eşitleyecektir.

Ancak bazı araştırmacılar "yediler grubu" içindeki ülkelerde ortalama sermaye getiri oranları arasındaki farklılıkların 1980'ler boyunca 1960'lardakinden az olmadığını ileri sürmüşlerdir.

Ulusal bariyerlerin kaldırılması aynı para cinsindeki, aynı risk ve vadeye sahip varlıkların birbirine entegre çeşitli piyasalarda sağladığı getiriyi eşitlemiştir. Ancak bu eğilim para birimindeki farklılıklara karşı duyarlıdır.

Aynı risk ve vade özelliklerine sahip dolar cinsinden Amerikan hazine bonosu ile sterling cinsinden İngiliz hazine bonusunun getirisi farklı olabilmektedir. Oysa ki bunlara finansal araçlar, yatırımcılar ve büyük şirketler tarafından birbiriyle kolayca değiş tokuş edilebilecek iki para birimi gözüyle bakılmaktadır.

Piyasalardaki forward oranların² gelecekteki spot kurları tahmin etmede başarısız oluşu piyasalarda anormal kar olanakları yaratmaktadır.

² Bu oranlar gelecekteki döviz kurunu ifade eder.

Piyasalar kurların belirlenmesinde ilgili bilgileri biraraya getirerek doğru karar vermekte yetersiz kalmakta; "spekölasyon" döviz kurlarının belirlenmesinde dominant rol oynamaya başlamaktadır. Nominal faiz oranlarındaki farklılıklar döviz kurlarındaki farklılıkları kapsamayınca ülkeler arasındaki reel faiz oranları da eşitlenmemektedir. Bu ise sermayenin maliyetinde ülkeler arası farklılıklara yol açmaktadır. Örneğin Amerikan ve İngiliz firmaları finanslama maliyetlerini karşılayabilmek için daha yüksek getiri oranlarına sahip olmak zorundadır. Uluslararası banka borçlanma toplamının dolaysız yabancı sermaye yatırımı tutarını aşması sermaye hareketlerinin uzun vadeli getiri beklentilerinden çok kısa vadeli kar/zarar beklentilerinden kaynaklandığını göstermektedir. Finansal açılma dış etkileri güçlendirirken ulusal amaçlara ulaşmak için kullanılan araçları zayıflatmaktadır. Politik otonomi kullanılan ekonomik araçların gücü kadar, araçlar ile amaçlar arasındaki bağa yani araçların amaçlar üzerindeki etkisine de bağlıdır. Finansal açılma süreci bu baği da zayıflatmakta ve ilişkileri değişken hale getirmektedir. Artan açıklık ekonominin gücüne bağlı olarak ulusal politikaların diğer ülkeleri de etkilemesine ve onlardan etkilenmesine sebep olabilmektedir. Bu ortam içerisinde politikacıların "oyun teorisi" yapısında kararlar vermeleri gerekmektedir. Yani, uygulanacak politikalara yabancıların yerel ekonomik sistemden beklentileri ve gösterecekleri tepki de gözönüne alınmalıdır.

Kısa süreli, spekülatif sermaye akımlarını çekmeleri nedeniyle politik otonomi kaybı gelişmekte olan ülkeler için daha da fazla olmaktadır. Latin Amerika ülkelerinin makroekonomik yönetimde yaşadıkları sorunlar bu ülkelerde biriken spekülatif sermayeden kaynaklanmaktadır. Bu tür akımları "sterilize" etmek için devlet borçlanmasına gidilmesi ise özellikle de Brezilya gibi arbitraj karlarının yüksek olduğu ülkelerde, kamu için yük oluşturmaktadır. Para değer kazandığı için yerel endüstri rekabette geri kalmakta, ticaret açıkları ortaya çıkmakta ve bu da tersine yönlü keskin (kısa vadeli) sermaye çıkışlarına sebep olabilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin giderek artan dış borç stokları bu ülkelerin dünya finansal ve parasal piyasalarındaki tutarsızlıklara açık olmasının sebeplerinden biridir. Finansal sistemin farklı para birimlerindeki varlıkların getiri oranlarını eşitlemekten yoksun olması söz konusu dış borçların döviz bileşimini önemli kılmaktadır. Öte yandan, gelişmekte olan ülkelerin önemli uluslararası piyasalara erişmesi zor olduğundan dış borçlarının bileşimlerini ayarlamaları veya forward kapsamı

dahilinde kur ve pazar etkilerine karşı önlem almaları da her zaman mümkün olmamaktadır.

Döviz kurlarındaki, varlık fiyatlarındaki ve faiz oranlarındaki değişkenlik yatırım kararlarının ufkunu daraltmakta, ticari işlemlerin maliyetini arttırmakta, firmaların yüksek mark up'larla ve daha büyük finansal rezervlerle çalışma eğilimlerini güçlendirmektedir. "Oynaklık (volatility)" döviz kurlarının ekonomi içinde kaynakların konumlanmasında oynadığı yol gösterici konumu bozmaktadır. Faiz oranları ve varlık fiyatlarındaki değişkenlik ise yatırımcıların uzun vadeli finansal araçlara yatırım yapmak yerine likit kalmalarına neden olmakta; bu durum uzun vadeli faiz oranlarına yükselmeleri yönünde baskı uygulamaktadır. Değişken döviz kurları ve döviz rezervleri dünya ekonomisine deflasyoncu bir baskı getirmektedir.

Bahsedilen olumsuz etkilere karşı mikroekonomik alanda forward, futures, option ve swap anlaşmaları ile önlem alınmaktadır. Söz konusu anlaşmalar ise hem pahalıdırlar hem de, özellikle gelişmekte olan ülkeler için pek çok riski kapsamamaktadırlar. Üstelik bu tür anlaşmaların alım satımı spekülasyon karları için yeni fırsatlar ortaya çıkarmış ve önlem olarak görüldükleri oynak ve istikrarsız yapıya daha da fazla oynaklık katabilmişlerdir. (Akyüz, 1995)

2.3 Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türleri

Genel olarak, uluslararası sermaye hareketleri bir ülkenin vatandaşlarının başka ülkelerin vatandaşları üzerindeki haklarını kapsar. Söz konusu haklar, gerçek sermaye varlıklarını ve finansal araçları içermektedir.

Hangi hareketlerin uluslararası sermaye işlemi olduğuna dair IMF'nin yayınladığı bir liste bulunmamaktadır. Ancak OECD ve AB sermaye hareketleriyle ilgili olarak detaylı listeler yayınlamıştır. 1992 tarihli OECD Code doğrudan yatırımları, bu tür yatırımların likitleşmesini, emlak operasyonlarını, sermaye piyasalarındaki menkul kıymetlerle ilgili operasyonları, para piyasalarındaki operasyonları, kollektif yatırım kıymetlerini, uluslararası ticari işlemlerle veya sunulan uluslararası hizmetlerle ilgili kredileri, kişisel sermaye hareketlerini, sayılmayan diğer finansal kredi ve borçları, teminatları, kefaletleri, finansal ihtiyat fırsatlarını, mevduat hesabı işlemlerini, sayılmayan diğer döviz kuru işlemlerini, yabancılara ait bloke fonların devrini listelemektedir.

Uluslararası sermaye akımları özel mali akımlar, kalkınma amaçlı resmi sermaye akımları ve dolaysız yabancı sermaye akımları olmak üzere üç gruba ayrılmaktadırlar. Bu akımları gerçekleştiren ekonomik birimler, hane halkı, finansal sektörden olmayan ticari ve sınai işletmeler, özel finansal kuruluşlar, hükümet ve resmi kuruluşlardır. Burada özel akımlara ve doğrudan yatırımlara değinilecektir.

2.3.1 Uluslararası özel mali sermaye akımları

Uluslararası özel mali sermaye akımları para ve sermaye piyasalarından ticari koşullarla sağlanmaktadır. Bu akımlara uluslararası olma özelliğini kazandıran kişilerin farklı ülkelerde yerleşik kişilere fon sağlama amacıdır. Dış yardım amacıyla yapılmamaları bunları resmi kredilerden, doğrudan üretime dönük olarak gerçekleştirilmemeleri ise doğrudan sermaye yatırımlarından ayırmaktadır. Bu tür yatırımların ana amaçları arbitraj olanaklarından faydalanabilmek, portfolyo riskini düşürmek, ana vatanlarındaki vergi türü engellemelerin etkisini azaltmak gibi daha çok bireysel kar dürtüsüne odaklı amaçlardır.

Portfolyo dengesi yaklaşımına göre bireyler servetlerinin büyüklüğüne bağlı olarak çeşitli menkul değerlerden oluşan belirli hacimlerde yatırım portfolyoları oluşturmaktadırlar. Portfolyo oluşturulurken finansal ürünlerin risk ve beklenen getiri oranları göz önüne alınmaktadır. Dolayısıyla gerçekleşen sermaye akımları gelir artışlarından olduğu kadar risk ve beklenen getiri oranlarındaki değişimlerden de kaynaklanabilmektedir. Yurtdışı yatırım olanaklarının değerlendirilmesi portfolyo riskini düşürecektir. Çünkü yatırımcının muhtemel iç krizlerden yurtdışına yaptığı yatırım ölçüsünde etkilenmemesini sağlayacaktır. Portfolyo dengesi yaklaşımı aynı zamanda sermaye akımlarının “sürekli akan kısmını (continuing flow component)” yatırımcının servetinin büyüklüğündeki değişimlere; “stok düzenlemeleri kısmını” ise piyasadaki dağıtım değişkenlerine (menkullerin getiri ve risk oranlarındaki değişimlere) bağlamaktadır. İkinci grup akımlar ilkinden çok daha büyük ölçüdedir.

Sermaye ithali ya da ihracı sadece fonların farklı bir ülkenin para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılması şeklinde değil; aynı zamanda yine farklı ülkelerdeki kredilerin geri ödenmesi, mevduatların geri çekilmesi gibi şekillerde de olabilmektedir.

Londra, Paris, Tokyo, New York ve Hong Kong gibi merkezler belli başlı uluslararası para ve sermaye piyasalarına sahiptir. Bunlar yapı itibariyle ulusal

piyasalardır. Yani uluslararası alım satımlar bu piyasalarda gerçekleşen işlemlerin sadece bir kısmını oluşturmaktadır. Döviz piyasaları, Eurotahvil ve Europara piyasaları gibi piyasalar ise tamamen uluslararası nitelik taşımaktadır. Az gelişmiş ülkelerde sermaye piyasaları yeterince kurumsallaşamamıştır. Bu ülkelerde daha çok gayrimenkullere, döviz ve altına yatırılmakta ve bu tasarrufların ülke kalkınmasına finansal kaynak yaratma olanakları da sınırlı olmaktadır.

Uluslararası para piyasalarının temel kuruluşları ticari bankalardır. Bankalar ve öteki mali kurumlar, yabancı müşterilerden mevduat kabul edip onlara kredi açmak, müşterileri adına ve kendi adlarına yabancı menkul değerler alıp satmak, yurtdışı şubelerinden ve onlara bağlı kuruluşlardan kredi almak veya onlara kredi vermek yollarıyla uluslararası sermaye transferlerine katkıda bulunmaktadırlar. Dış ticaretin finansmanına yönelik, kısa süreli, likiditesi yüksek ve risk oranı düşük krediler sağlanmaktadır. Zamanla çok uluslu şirketlere ve yabancı hükümetlere de kredi sağlanmaya başlanılmıştır.

1960'larda ve 1970'lerde, çok uluslu işletmelerin uluslararası faaliyetlerinde büyük bir yayılma olmuştur. Bu süreç içerisinde adı geçen kuruluşlar, deniz aşırı faaliyetlerini finanse etmek için yine ticari bankalara yönelmişlerdir. Özellikle Amerikan şirketlerinde yaşanan bu gelişmeye paralel olarak, Amerikan bankaları da müşterileri olan şirketlerin peşinden giderek Avrupa'da ve dünyanın öteki yörelerinde kendilerine bağlı şubeler açmışlardır. Aynı dönemlerde birçok az gelişmiş ülke de dış kaynak ihtiyacını karşılamak amacıyla ticari bankalara yönelmiştir. Özellikle, patlak veren dünya petrol buhranı sırasında, artan petrol faturasını karşılamak üzere çok sayıda petrol ithalatçısı ülke, ticari banka kredilerine başvurmak zorunda kalmıştır.

1980'li yılların ilk yarısında artan dış borçların doğurduğu ağır borç servis yükü karşısında birçok borçlu durumdaki az gelişmiş ülke borçlarını ödeyemez duruma düşmüş, Paris Kulübü kanalından ve IMF'nin de katkılarıyla, borçlu ve alacaklı ülkeler arasında çok sayıda borç erteleme anlaşması yapılmış ve bir kısım borç faizleri de silinmiştir. Yapılan bu düzenlemeler sonucunda, dış borç yükü altındaki ülkeler, borçlarını yeniden düzenli bir biçimde ödeme olanağında kavuşmuşlardır. Bunun sonucu olarak da 1985'lerden itibaren ticari bankalar yeniden bu ülkelere kredi açmaya başladılar.

Günümüzde uluslararası kısa süreli sermaye akımlarının gerçekleştirildiği en büyük piyasa Eurodolar piyasasıdır. Eurodolar piyasası, genel olarak bir ulusal paranın ait olduğu ülkenin sınırları dışında oluşan piyasasını teşkil etmektedir. En büyük bölümünü dolar karşılamakla birlikte, diğer güçlü paralar da bu piyasalarda işlem konusu olabilmektedirler. Eurodolar piyasasının uzun vadeli karşılığı ise Eurotahvil piyasasıdır. Oluşturulan konsorsiyumlara giren muhabir bankalar paylarına düşen tahvilleri ulusal piyasalarda kendilerine bağlı şirketlere pazarlamaktadırlar. Sendikasyon kredileri ise ödünç alan ülkeler bakımından uluslararası piyasalara ulaşma imkanı vermesi, ödünç verenler bakımından ise riski dağıtması, küçük bankalara yüksek faiz imkanı sağlaması açısından avantajlar oluşturmakta ve uluslararası özel sermaye akımları için bir kaynak yaratmaktadır.

“Sınır ötesi bankacılık” olanakları dünyanın çeşitli yörelerine kurulan şube, ofis veya bağlı bankalar kanalıyla yürütülür. Bu yörelerde kurulmalarındaki bir neden mali merkezler arasındaki zaman farkından ötürü uluslararası işlemleri kolaylaştırmak düşüncesi olabilir. Fakat asıl neden, ana ülkedeki vergilerden ve bankacılık üzerindeki diğer kısıtlamalardan kaçınmaktır. Bu yörelerde genellikle vergi oranları düşüktür. O bakımdan Bahama, Cayman adaları, Panama, Hollanda Antilleri, Seychelles vb. kıyı ötesi bankacılığın yaygın olduğu yerler, aynı zamanda birer “vergi sığınağı” olarak bilinir. Bu yörelerde bankalar kredi verirken, ulusal yasalarda öngörülen karşılık bulundurma gibi bir zorunluluk içinde değildirler. Ancak izinler genellikle büyük ve tanınmış bankalara verildiği sürece, bankanın güvenilirliği açısından önemli bir sorun yoktur. Kıyı ötesi bankacılığı yörelerinin bir diğer özelliği de, buralarda banka işlemlerinde kesin gizlilik ilkesinin geçerli olmasıdır. Bu ise dış tasarruflara ve bankalara çok çekici gelmektedir.

Dış dengeyi doğrudan etkileyen sermaye ithal ve ihracına birçok ülkede çeşitli sınırlamalar getirilmektedir. Kambiyo denetimleri uygulayan ülkelerde sermaye hareketlerine dış ticaret işlemlerine kıyasla daha az serbestlik tanınırken, serbest döviz piyasasına sahip ülkelerde de çeşitli kısıtlamalar, yasaklamalar veya zorlaştırmalar mümkün olabilmektedir. Bunun sebepleri dış ödeme açıklarının önüne geçmek, ulusal kaynakların yabancılar tarafından kullanılmasına izin vermemek, ulusal tasarrufları çok riskli girişimlere karşı korumak gibi öngörülerdir. Sermaye hareketlerine karşı uygulanan politikalar ilerideki bölümlerde daha detaylı olarak incelenecektir. (Seyidoğlu, 1998)

2.3.2 Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları

Günümüzde tamamına yakını çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilen dolaysız sermaye yatırımları döviz transferleri şeklinde olabildiği gibi kullanılacak makina, donanımın yani aynı kaynakların transferi ya da lisans, teknik bilgi ve know-how gibi gayri maddi haklar biçiminde de gerçekleşebilmektedir. Söz konusu yatırımların finansmanı yerel piyasalardan alınan kredilerle de sağlanabilmektedir.

Özel mali sermaye akımları ya da diğer bir deyimle portfolyo yatırımlarıyla dolaysız yabancı sermaye yatırımları arasındaki farklılıklar aşağıdaki biçimde özetlenebilir: En önemli fark yatırımın yönetiminde kendini göstermektedir. Dolaysız yatırımlarda yabancı ülkede kurulan şirket ana şirketin (parent company) doğrudan denetimi altındadır. Bir yabancıya tahvil ve hisse senedi alması durumunda ise yönetim yerel yöneticilerin ellerinde kalmaktadır. İkinci olarak, yabancı yatırımcı doğrudan sermaye yatırımlarında sermayesi yanında üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de getirmektedir. Portfolyo yatırımlarında ise sermayenin yanında bir katkısı bulunmamaktadır.

Diğer bir farklılık ise yatırımcıların kimliklerinden kaynaklanmaktadır. Dolaysız sermaye yatırımlarının tamamına yakını çok uluslu şirketler ("Transnational companies" ya da "Multinational companies") tarafından gerçekleştirilmektedir. Ticari ve sosyal riskler taşıyan çok uluslulaşma İkinci Dünya Savaşından sonraki dönemde Amerikan şirketleri tarafından başlatılmıştır. Bu süreçte Amerikan firmalarını Avrupa ve Japon firmaları takip etmiştir. Portfolyo yatırımlarının özelliği ise gerçek kişiler tarafından da gerçekleştirilebilmesidir.

Son bir farklılık ise anapara ve gelirlerin ödenmesi ile ilgilidir. Portfolyo yatırımlarında gelir ve amortismanların geri ödenme koşulları önceden bellidir. Oysa dolaysız yatırımlarda genelde belirli bir amortisman yoktur. Transfer edilen karlar işletmenin kazanç durumuna ve hükümetlerin transferler üzerine koydukları kısıtlamalara bağlıdır.

Birinci Dünya Savaşı'ndan önce uluslararası sermaye akımları içerisinde en önemli yeri portfolyo yatırımları tutmaktaydı. Londra da en önemli mali merkez konumundaydı. Dünyanın diğer bölgelerinin fon ihtiyaçları bu merkezden kolaylıkla sağlanabiliyordu. Ancak savaştan sonra hem uluslararası sermaye akımlarının

miktarında önemli bir düşüş oldu hem de bu akımların bileşimi değişime uğradı. Uluslararası portfolyo yatırımlarının payı azalırken dolaysız sermaye yatırımları ve resmi kalkınma kredilerinin payı arttı.

Firmalar açısından son derece stratejik bir karar olan çok uluslulaşma ve dolaysız sermaye yatırımı gerçekleştirme kararı temelinde karı arttırma amacına yönelik olmakla birlikte bu amaca hizmet eden pekçok başka itici güce de sahiptir. Dolaysız sermaye yatırımlarının hedeflerinden biri “maliyeti düşürmek”tir. Bir üretim faaliyetinin çeşitli süreçlerinin ortak bir organizasyon altında toplanarak koordine edilmesi, ortak denetime olanak verilmesi, yani “dikey bütünleşme” (vertical integration) içsel ekonomiler yoluyla maliyetin düşmesini sağlayabilmektedir. Bu amaçla hareket eden çok uluslu şirketler geriye doğru dikey bütünleşme ilkesi doğrultusunda hammadde sağladıkları ülkelere yatırım yapmaktadırlar. Ancak bu tür yatırımların yerel ekonomiyle bütünleşemediği, ekonomide iki başlılığa ve kalkınma dinamizminin darbe yemesine neden olduğunu ileri sürenler de bulunmaktadır. Günümüzde gelişmiş ülkelerin gerçekleştirdikleri yabancı sermaye yatırımlarının büyük bir çoğunluğu söz konusu hammadde ihtiyaçlarını karşılamaya yöneliktir ki bunların da yerel ekonomilere fazla faydası bulunmamaktadır. İleriye doğru bütünleşme stratejisine örnek olarak ise yabancı ülkelere satış şubeleri açarak tüketiciye yakınlaşmak ve farklılaştırılmış ürünler sunmak için yapılan yatırımlar verilebilir.

Yabancı firmanın yerel piyasadaki rekabette bu piyasada deneyiminin bulunmamasından ve piyasaya uzaklığından kaynaklanan dezavantajlarını dengeleyecek uluslararası deneyim, özel bilgi ve tekniklere sahip olması, uluslararası mali piyasalara ulaşma imkanının bulunması gerekmektedir. Söz konusu özel bilgi ve teknik avantajı durumunda dikey bütünleşme yerine yatay bütünleşme (horizontal integration), yani değişik ülkelerdeki farklı üretim aşamalarının birleştirilmesi yerine aynı malın benzerlerinin birçok ülkede imal edilmesi ve dolayısıyla firmalar arasında bir rekabetin ortaya çıkması gerekmektedir.

Dolaysız sermaye yatırımlarını uyaran diğer bir unsur ise gelişmekte olan ülkelerdeki ucuz işgücü kaynağıdır. Yurt dışındaki ucuz işgücünden faydalanma isteği daha çok emek yoğun endüstrilerde kendini göstermektedir. 1960’lı yıllarda Amerikan şirketlerinin Hong Kong, Güney Kore gibi ülkelere konfeksiyon, ayakkabı, gıda gibi emek yoğun sektörlerde yatırım yapmaları bu şekilde açıklanabilir. Emek

maliyeti yanında taşıma giderlerinin azaltılması da dolaysız sermaye yatırımlarının sebeplerinden biridir. Tüketime hazır hali fazla taşıma giderine neden olacak ürünlerde firmalar üretimin son aşamasını yabancı ülkelerde açtıkları üretim tesislerinde tamamlayıp pazara oradan girmek yolunu seçmektedirler. Türkiye’de otomotiv, ilaç, gıda ve içki sanayilerindeki yabancı yatırımlar genelde bu niteliktedir.

Kurumlar vergisindeki farklılıklar da kimi zaman yatırımcıların dolaysız sermaye yatırımına karar vermesinde belirleyici faktör olabilmektedir. Dolaysız yatırımlar doğrudan doğruya vergi oranlarının düşük olduğu bir ülkede yapılabildiği gibi kimi zaman kazançlar yabancı şubelere aktarılarak da vergi avantajından faydalanılabilmektedir. Ana şirket yabancı ülkede yer alan şubesinden ihraç ettiği malları aşırı yüksek fiyatta gösterip ithal ettiği malların fiyatını da aşırı düşük gösterir (transfer fiyatlaması). Böylece kazanç vergi oranları daha düşük olan ülkede beyan edilmektedir. Yerel yetkililer fiyat hareketlerini inceleyerek bu tür politikaları cezalandırabilse de firmalar açısından bu işlemleri yasal çerçeveler içerisinde gizleme olanağı mevcuttur. Günümüzde bazı ülkeler dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını çekebilmek için kurumlar vergisi oranlarını düşük tutmaktadırlar.

Yabancı piyasalardaki aşırı kar ve rant benzeri avantajlardan yararlanmak da yabancı sermaye yatırımlarını kamçılayan bir unsuru oluşturmaktadır. Çok uluslu şirketler kullandıkları üstün teknoloji ve yönetim bilgilerini kullanarak dolaysız yatırım yaptıkları yabancı piyasalarda monopol oluşturma, fiyatları aşırı yüksek tutma ve aşırı kar elde etme olanaklarına sahip olabilmekte, yeni firmaların piyasaya girişini de engelleyebilmektedirler. Özellikle de ileri teknoloji ve büyük sermaye yatırımı gerektiren endüstrilerde dünya piyasalarına hakim olan birkaç çok uluslu firma keni aralarında anlaşarak dünya fiyatlarına el koyup tüketiciyi sömürme girişimlerinde de bulunabilmektedirler.

Çok uluslu firmalar dış pazarlardaki paylarını korumak ve arttırmak, yabancı ülkelerdeki gümrük ve tarife duvarlarını aşabilmek için de dolaysız yatırımlar yapabilmektedirler. 1958’de AET’nin kurulmasıyla topluluk ülkelerinin dışarıya karşı gümrük tarifesi uygularken kendi aralarındaki ticaret sınırlamalarını kaldırmaları Amerikan firmalarının yatırımlarını Avrupa’ya kaydırmalarına yol açmıştır. Amerikan firmalarının amacı Avrupa’daki rekabet güçlerini korumak olmuştur. Birbirine rakip büyük firmalardan birinin dış yatırım kararı alması ona rakip olan firma(lar)ın da pazar payını kaybetmemek için dış yatırımlara girişmesine

neden olabilmektedir. Buna Coca Cola'nın girdiği piyasalara Pepsi Cola'nın da girmesi örnek olarak verilebilir.

Dış yatırımlar çok uluslu firmaların yatırımlarını çeşitlendirerek, portfolyo yatırımlarda olduğu gibi, gelir ve nakit akımlarındaki dalgalanmaları önlemelerini de sağlamaktadır. Çeşitlendirme, aynı ülkelerde farklı mallar üretmek ya da aynı malları farklı ülkelerde dolaysız sermaye yatırımları yaparak üretmek şeklinde olabilir. Firmaların içinde bulundukları yoğun rekabet ortamı onları dış pazarları da kapsayan geniş bir çerçevede en yeni teknolojilere yatırım yapmaya zorlamaktadır.

Finansal piyasaların uluslararası alanda bütünleşmesi finansal araçların, borç verenlerin ve borç alanların sahip oldukları varlık ve yükümlülüklerin değerlerini de döviz kuru değişimlerine bağlamış durumdadır. Döviz piyasalarında meydana gelebilecek değişimler varlık (bono, hisse vs.) fiyatlarını etkileyebilecektir. Söz konusu değişimler çeşitli beklentilerin ya da uygulanan enflasyonist/deflasyonist politikaların sonucu olabilir.

Sömürgecilik dönemlerinde, ana ülke sanayiinin ihtiyacı olan hammaddelerin karşılanması amacıyla sömürgelere yapılan yatırımları saymazsak, dolaysız yabancı sermaye yatırımları ve bunları gerçekleştiren çok-uluslu şirketler, özellikle İkinci Dünya Savaşı sonrası döneminin bir özelliğidirler. Günümüze kadar olan dönemde bu yatırımlar genel eğilim olarak artmakla birlikte, bazı iniş ve çıkışlar ortaya koymaktadırlar. Gösterdikleri özellikler bakımından II.Dünya Savaşı sonrası bazı alt dönemlere ayırabiliriz: 1950-1973 dönemi, 1973-1981 dönemi ve 1981'den sonraki dönem gibi.

a) 1950-1973 dönemi: Birinci dönem, Kore Savaşı'ndan Dünya Petrol Buhranı'na kadar olan süreyi kapsar. Bu dönemde dünyada dolaysız yabancı sermaye yatırımlarında çok hızlı bir artış görülmüştür. Söz konusu yatırımların büyük bir bölümü ABD'den kaynaklanmaktadır.

Özellikle Avrupa Ekonomik Topluluğu'nun kurulmasından sonra Amerikan şirketlerinin Batı Avrupa'daki yatırımlarında büyük bir artış görülmüştür. Nitekim, Amerikan şirketlerinin Avrupa ekonomisini adeta "işgali" karşısında Servan Schreiber, Avrupa'nın tepkisini dile getiren ünlü eserini ("Amerika Meydan Okuyor") kaleme almıştır. ABD kaynaklı dolaysız uluslararası yatırımların toplam dünya yatırımları içindeki payı yaklaşık yüzde 60'ları bulmaktaydı. Oysa İngiltere,

Fransa ve Almanya gibi ülkeler dolaysız yatırımlardan çok portfolyo yatırımlarına ilgi duyuyordu. Bu dönemde, dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının dörtte üçüne yakın bölümü, Batı Avrupa ülkelerine yapılmıştır. Japonya ise ilginç bir tutum izleyerek bu tür yatırımlara kapılarını büyük ölçüde kapatmıştı. Az gelişmiş ülkelere yönelen yatırımlar daha çok, petrol veya benzeri bir madene sahip bulunan, ya da geniş bir iç piyasası olan az sayıdaki ülkeye (Güney Kore, Arjantin, Brezilya ve Meksika gibi) yönelmiştir.

b) 1973-1981 dönemi: İkinci dönem, Dünya Petrol Buhranı'nın başlangıcından bazı az gelişmiş ülkelerin içine düştükleri dış borç buhranına kadar olan süreyi kapsar. Bu dönemin öncekinden bazı farklılıkları vardır. Dünyadaki dolaysız uluslararası sermaye yatırımları yine artmakla birlikte, petrol krizinin etkisiyle bu artışın hızı yavaşlamıştır. Ayrıca, mevcut yatırımların önemli bir bölümünü hala Amerikan çok uluslu şirketleri karşılarken Batı Avrupa ve Japonya kaynaklı şirketlerin uluslararası yatırımları da önemli oranda artmaya başlamıştır.

Bu arada, az gelişmiş ülkelere yapılan dolaysız yabancı sermaye yatırımlarında ise azalma görülmüştür. Bunun nedenleri arasında, özellikle petrol alanındaki yabancı sermaye şirketlerinin millileştirilmesi ve çoğu az gelişmiş ülkelerde yabancı sermayeye karşı izlenen olumsuz politikaların etkileri belirtilebilir. Fakat asıl önemli etken, 1974-1981 döneminde bir kısım az gelişmiş ülkelerin uluslararası bankalardan aldıkları önemli hacimdeki krediler karşısında bu tür yatırımların gölgede kalmasıdır.

Bu dönemin ilginç özelliklerinden birisi de Çin Halk Cumhuriyeti'ne yapılan dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının hızla artmaya başlamasıdır. Bu ülke, 1979 yılında yasal mevzuatını değiştirerek yabancı sermayeye karşı oldukça özendirici politikalar uygulamaya koymuştur. Bu değişiklikteki ana amaç, ülke ekonomisini modernleştirmek ve ihracat piyasalarını geliştirmektir. Bununla birlikte, Çin'deki yatırımların önemli bir bölümü Hong Kong ve Macau'daki Amerikan firmalarınca yerine getirilmiştir. Gelişmiş piyasa ekonomisi ülkeleri, Çin'e doğrudan yatırım yapmayı hala rizikolu bulmaktadırlar.

c) 1981 sonrası dönem: Halen içinde bulunduğumuz bu dönemin önemli mali olaylarından birisi, 1982'de bazı az gelişmiş ülkelerin borçlarını ödeyememesi ile ortaya çıkan "dış borç buhranı"dır. Bir yandan dış borç buhranı, diğer yandan petrol ve öteki ilkel madde fiyatlarındaki düşüşler, az gelişmiş bölgelerin çekiciliğini

azaltmış ve sonuç olarak bu bölgelere yapılan yatırımlar büyük ölçüde gerilemiştir. Buna karşılık, çoğu az gelişmiş ülke, dışa açılma politikalarına paralel olarak yabancı sermaye yatırımlarına karşı da daha liberal ve özendirici politikalar izlemeye koyulmuştur.

1980 başlarında yabancı sermaye, gelişmiş ülkelere doğru yön değiştirmiştir. Bu dönemde toplam uluslararası dolaysız sermaye yatırımlarının yüzde 50'lik bir bölümü ABD'ye yapılmıştır. Amerikan piyasasına dolaysız yabancı sermaye yatırımı yapan ülkeler arasında sırasıyla Hollanda, İngiltere, Kanada, Federal Almanya ve son yıllarda özellikle Japonya yer almaktadır. Daha Sovyetler Birliği yıkılmadan önce, 1990 başlarında gerek bu ülke, gerekse Doğu Avrupa ülkeleri, Batı teknolojisi ve sermayesinden yararlanmak üzere, yabancı sermayeye karşı oldukça özendirici politikalar izlemeye başlamışlardı. Sovyetler Birliği'nin yıkılmasından sonra oluşan cumhuriyetler piyasa mekanizmasına geçiş çabaları ile birlikte yabancı sermayeye karşı da oldukça liberal politikalar uygulamaya koymuşlardır.

Bunların bazılarının sahip oldukları petrol, doğal gaz, orman ürünleri ve altın gibi değerli kaynaklar Batı sermayesi bakımından oldukça çekici özelliklerdir. Ancak bu ülkelerde gerekli ekonomik alt yapının, bugün için tam olarak oluşmuş bulunmaması ve yaşanan siyasal ve ekonomik istikrarsızlıklar yabancı sermayedar bakımından henüz yeteri kadar güvenilir bir ortam doğurmamıştır. Sahip oldukları büyük Pazar potansiyelleri düşünüldüğünde gerek bu ülkelere, gerekse Doğu Avrupa ülkelerine ilerde çok daha büyük hacimlerde yabancı sermaye yatırımının yapılacağı söylenebilir.

1980 sonrası dönemin özelliklerinden birisi de dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının türlerinde görülen çeşitlenmedir. Geleneksel yatırım şekillerinin yanında yeni yeni uygulamalar ortaya çıkmıştır. Örneğin “geri satınalma” (buy-back) ve “yap-işlet-devret” uygulamaları bunlar arasındadır. (Seyidoğlu, 1998)

3. SERMAYE HAREKETLERİ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER

3.1 Bretton Woods Sonrası Dönem ve Kimlik Değiştiren Sermaye Hareketleri

Geçen bölümde finansal liberalizasyon politikalarından genel olarak bahsedilmişti. Bu bölümde uygulanan liberalizasyon politikalarının sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketleri incelenecektir.

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra politika yapıcılarının tüm dikkati Batı Avrupa'nın yeniden inşası sürecinde uluslararası finans ve ödeme gereksinimlerine odaklanmıştı. Parasal istikrar, uluslararası ödemeler, ekonomik yeniden yapılanma, az gelişmiş ülkelerin kalkındırılması, uluslararası ticaret ve yatırımın geliştirilmesi gibi amaçlarla IMF, Dünya Bankası ve GATT kuruldu. Bretton Woods ile ortaya çıkan bu üç örgütün dışında savaş sonrası dönemde küresel ya da bölgesel ekonomik gelişmelerle ilgilenmek üzere 300 civarı uluslararası kuruluş oluşturuldu. Bunlar arasında sermaye hareketleri açısından en önemlileri OECD, AET/AB ve BIS olmuştur.

1950'lerden itibaren uluslararası sermaye piyasalarında, uluslararası yatırım dalgalarından kaynaklanan bir genişleme meydana geldi. Bu yatırım dalgaları savaş sonrası ekonomik canlanma ve finansal işlemlere çok daha kontrolsüz bir ortam sağlayan offshore para piyasalarının ortaya çıkması ile bağlantılı idi. Bu dönemde önemli para birimleri arasındaki kısa vadeli ve büyük tutarlara ulaşan sermaye akımlarının ülke ekonomileri üzerindeki baskıları artmaya başladı. Periyodik olarak oluşan bu akımlar özellikle 1960'ların ikinci yarısından itibaren daha da sıklaşmaya başladılar. Sermaye akımlarının büyüklükleri arttıkça bunların kontrolüne, disipline edilmesine ve bunlara verilecek cevaplara daha fazla önem verilmeye başlandı.

1970'li yıllarda dünyada yaşanan ekonomik bunalım, İkinci Dünya Savaşı sonrasında toplanan Bretton Woods konferansında tüm dünya için belirlenen ekonomik düzeni ve uluslararası sermaye hareketleri planını çöktürmüştür. Küreselleşme baskılarının da artmasıyla gelişmekte olan ekonomiler kapsamlı bir yapısal uyum sürecinden geçmek zorunda kalmışlardır. Yapısal uyum bu ülkelerin piyasa ağırlığı yükselmiş

bir yeniden yapılanmaya, ekonomilerini dışarıya açmaya ve makroekonomik dengelerini “açık ekonomi” koşullarına göre yeniden kurmaya zorlamıştır.

1980’lerde borç krizi yaşanmış da olsa, 1970 ve 1990’larda gelişmekte olan (ya da dönüşmekte olan) ülkelerin dış finans ihtiyaçlarını kendilerine müthiş bir manevra ile yönelen özel sermaye akımları ile karşılamaya ve küresel sisteme entegre olmaya başlamaları ile dünya finans sistemi değişik bir boyut kazanmış ve 1990’lar boyunca yaşanan finansal krizlerin de etkisiyle sermaye hareketleri sorunu bu kez gelişmekte olan ülkeler bağlamında tartışılmaya başlanmıştır. (Akyüz ve Cornford, 1999)

Mikro düzeyde piyasaların ağırlığının artması, bu ekonomilerin dünya ekonomisi ile bütünleşmesi mal ve hizmet düzeyinde ticaretin hacmini büyütürken, dış kaynak ihtiyacını da genişletmiştir. Piyasalaşma ve dışa açılma bu ülkelerin özellikle mali sistemlerinin ve sermaye rejimlerinin radikal değişimlere uğramasına neden olmuş; yeni mali piyasalar kurulup genişletilirken, kambiyo kısıtlamaları kaldırılarak sermaye rejimleri bütünüyle serbestleştirilmiştir.

Gelişmekte olan ekonomilerin kazandığı yeni özellikler, sermaye hareketlerinin türleri, kaynakları ve boyutlarını da değişime uğratmıştır. Mal akımlarından kopan ve ödemeler bilançosunu finanse etmek yerine farklı piyasalardaki arbitraj kazancını kovalamaya başlayan sermaye hareketleri artan ölçüde gelişmekte olan ülkelere oluşan yeni finans piyasalarına (emerging markets) yönelmeye başlamıştır. Özellikle 1990’lı yıllarda gelişmekte olan pazarlara yönelen sermaye akımları katlanarak büyümüştür.

3.2 Gelişmekte Olan Ekonomilere Dönük Sermaye Hareketlerinin Analizi

Gelişmekte olan ekonomilere yönelen sermaye akımı büyüklüklerini analiz etmeden önce konuyla ilgili çeşitli kavramlara açıklık getirmek gerekmektedir. Sermaye girişinden kastedilen ulusal varlıkların yabancılar tarafından elde edilmesidir. Net sermaye girişi bu tür varlıklar toplamından bunların satışlarının çıkarılması ile bulunmaktadır. Bu kavramın içerdiği varlıkların hangileri olduğu çeşitli kuruluşlara göre değişmektedir. Örneğin, World Bank Global Development Finance raporlarında “net kaynak akımları” terimi altında yabancıların yaptığı sermaye işlemleri alınmakta, ancak kısa vadeli borçlanmaları arttıran varlıkları bu tanımdan çıkarmaktadır. IMF Ödemeler Dengesi İstatistikleri’nde ise sermaye girişleri

ödemeler dengesi bilançosunun sermaye ve finans hesaplarından oluşmakta, aktif hesaplar “sermaye transferleri”, “doğrudan yatırımlar” başlığı altında; pasif hesaplar ise “portföy yatırımları” ve “diğer yatırımlar (kısa ve uzun vadeli banka borçları, IMF’den alınan paralar, diğer ticaret kredileri vs.)” başlığı altında toplanmaktadır. Sermaye çıkışı ise ülkede yaşayanların yabancı varlıklara sahip olmasıdır. Yabancı varlıkların satışı ise negatif bir sermaye çıkışıdır. Net sermaye çıkışı dendiğinde tüm bu yabancı varlıkların toplamından bunların satışlarının çıkarılması kastedilmektedir. Net sermaye akımı ise net sermaye girişinden net sermaye çıkışının çıkarılmasıyla elde edilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik toplam sermaye hacmine bakıldığında 1990 yılında 98.3 milyar dolar olan bu miktar sonraki yıllarda hızla büyüyerek 1996’da 281.6 milyar dolara ulaşmaktadır. Başka bir kaynağa göre gelişmekte olan ülkelere yönelik toplam sermaye hareketi birikimi (net hata ve noksanlar da hesaba katılarak) 1987’de 48.7 milyar dolar’dan, 1993’te 162.9 milyar dolar’a ve 1994’te ise 142.2 milyar dolar’a ulaşmaktadır. (Yentürk, 2001) Ek 1’de IMF’nin 2001 World Economic Outlook raporundaki “gelişen piyasalara yönelik net sermaye akımları tablosu” detaylı bilgiler vermektedir.

Tablo 3.1’deki veriler incelendiğinde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişinin hacminde ve kompozisyonunda son üç onyılda temel bazı değişiklikler olduğu görülmektedir. 1970’lerin başına kadar gelişmekte olan ülkeler için dış finansmanda en önemli kaynak resmi borç ve yardımlar olmuştur. Bunun sebebi, söz konusu ülkelerin piyasa şartlarında kaynak eksikliklerini (resource gaps) kapatmak için ticari borçlanma olanaklarının sınırlı olmasıdır. 1970’lerde resmi finans hızla genişlemeye devam ederken özel finansal akımlarda da, özellikle gelişmiş ülkelerdeki banka kredileri şeklinde artış olmuştur. Bu durum 1973-1974 petrol krizi döneminde petrol fiyatlarındaki ani artışın ardından önemli petrol ihracatçılarının elde ettikleri fazlanın (surplus) geri dönüşümünden kaynaklanmıştır. Söz konusu genişleme 1982 yılında banka borçlanmalarından hızla çıkışa ve Üçüncü Dünya’da büyük bir borç krizine sebep olmuştur. 1980’lerin geri kalan döneminde gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri durgun bir seyir izlemiştir. Özel sermaye akımları keskin bir biçimde azalırken, resmi akımlar da 1970’lerle kıyaslandığında oldukça yavaş bir büyüme trendi göstermiştir.

1997'ye kadar 1990'lar gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinde büyük bir genişlemeye şahit olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin neredeyse tamamında uygulanan hızlı finansal serbestleşme (liberalizasyon) ve ekonomik aktivitelerin özelleştirilmesi politikalarından etkilenerek oluşan bu genişleme öyle bir hacme ulaşmıştır ki resmi akımlardaki azalışın etkisini bastırmıştır. Özel sermayenin önemli bir kısmını borç yaratmayan akımlar oluşturmuştur ki bunlar da sadece “dolaysız yabancı yatırımlardan” oluşmamaktadır. (Akyüz ve Cornford, 1999)

Gelişmekte olan ülkelerde 1990'lı yıllar boyunca sermaye akımlarının artış dinamiği özel kaynaklı sermaye girişlerinden kaynaklanmaktadır. 1990 yılında söz konusu ülkelere akan toplam sermayenin yarısından fazlası (%57.3) resmi kaynaklı sermaye girişi iken, bu oran 1996 yılında %12.3 düzeyine gerilemiştir. 1996 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelik toplam sermaye hareketinin %87.7'si özel nitelikli sermaye akımıdır.

Gelişmekte olan ülkelere akan ve 1990 yılında 41.9 milyar dolar'dan 1996 yılında 246.9 milyar dolar'a doğru hızla büyüyen özel sermaye hareketleri içinde doğrudan sermaye yatırımlarının payı büyüktür. Özel sermaye hareketlerinin yaklaşık yarısını oluşturan doğrudan sermaye yatırımları toplam sermaye hareketlerinin içindeki payını ise az ölçüde kaybetmiştir. 1990 yılında %56.6 olan payı 1996 yılında %42.4'e gerilemiştir. (Berksoy ve Saltoğlu, 1998)

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişi verileri incelendiğinde toplam girişin nominal değerler cinsinden 1970'ten beri 20, bu ülkelerin ithalat fiyat endekslerine³ göre ölçüldüğünde ise reel olarak 5 katına çıktığı görülmektedir. Çin dışındaki ülkelerin sermaye girişlerinin GSMH içindeki payına bakıldığında ise 1990-1998 dönemindeki girişin 1975-1982 dönemindeki girişe göre daha az paya sahip olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum 1990'ların reel veriler cinsinden ve toplam hacim olarak gelişmekte ülkelere giren sermayenin ancak 1980'lerdeki borç krizi döneminde sonra bir canlanmayı ifade ettiği, daha önceki dönemdeki girişler seviyesine henüz ulaşamadığı şeklinde yorumlanabilmektedir. Net transferlere⁴ bakıldığında dış ticaret açığının finansmanı için çok önemli bir kaynak olan bu ölçütün de borç krizi öncesi döneme göre çok fazla değişmediği görülmektedir.

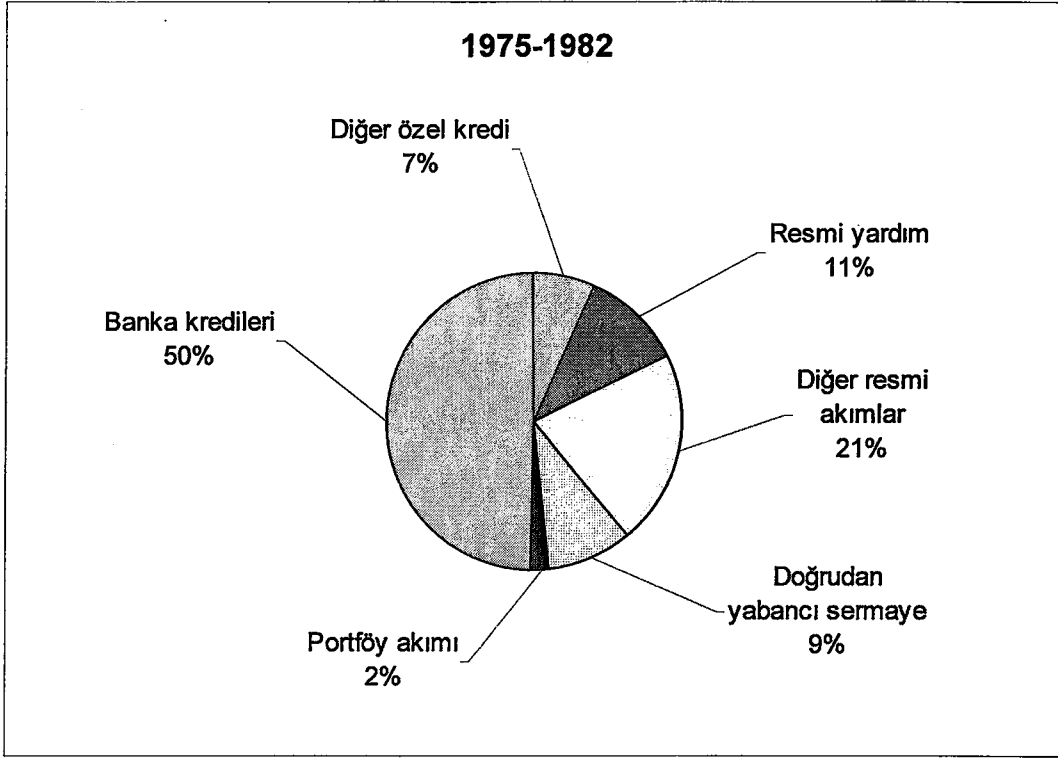
³ İthalat fiyat indeksi bu ülkelerin yabancı mal ve hizmetleri satın alabilme gücünü göstermektedir.

⁴ Net sermaye girişi eksi net yurtdış faktör ödemeleri, dış borçların faiz ödemeleri ve kar transferleri.

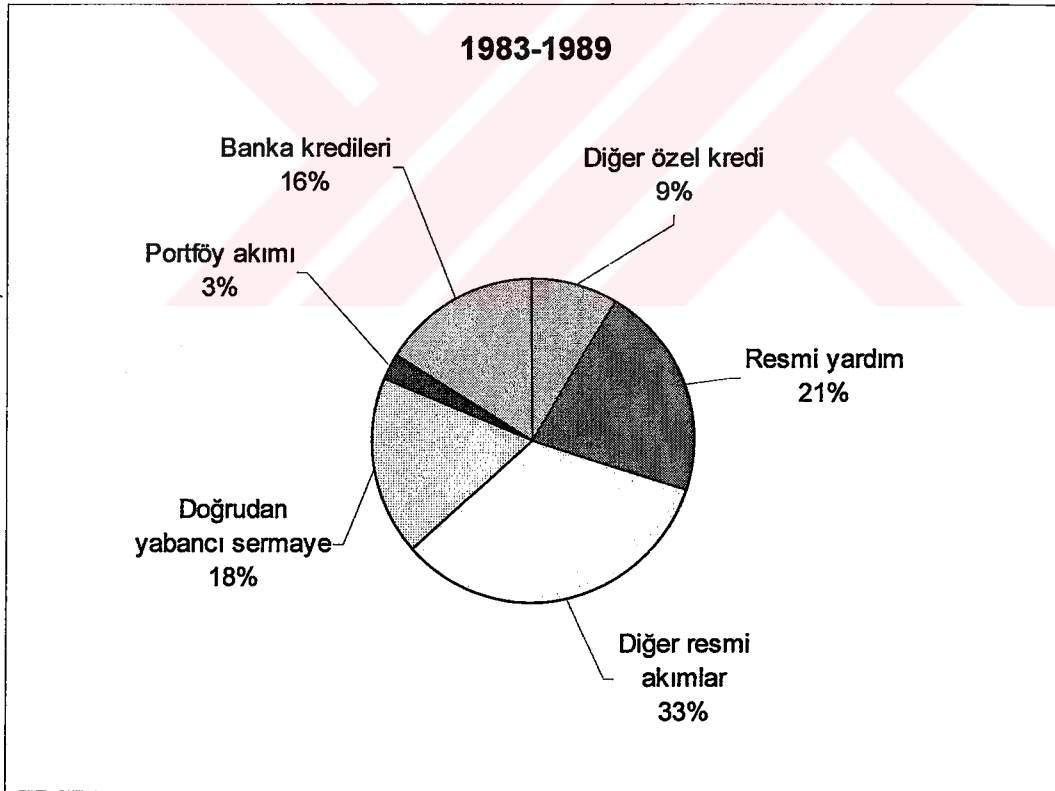
Tablo 3.1 Son üç onyıda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenler içindeki payları. (Akyüz ve Cornford, 1999)

	1975-1982	1983-1989	1990-1998
	<i>(GSMH'nın yüzdesi olarak)</i>		
Toplam net sermaye girişi			
Çin dahil	4.91	2.87	5.00
Çin dışında	5.45	2.97	4.22
Resmi girişler	1.58	1.57	1.03
Resmi yardımlar	0.53	0.62	0.56
Diğer resmi akımlar	1.05	0.96	0.47
Özel girişler	3.33	1.26	3.97
Borç yaratmayan girişler	0.42	0.55	2.21
Doğrudan yabancı yatırımlar	0.42	0.53	1.67
Portföy yatırımları	0.00	0.02	0.54
Bonolar	0.11	0.05	0.52
Banka kredileri	2.46	0.44	1.17
Kısa vadeli	1.10	0.10	0.72
Uzun vadeli	1.36	0.34	0.44
Faiz ödemeleri	1.49	2.58	1.79
Kar transferleri	0.93	0.54	0.56
Net sermaye transferleri	2.48	-0.26	2.65

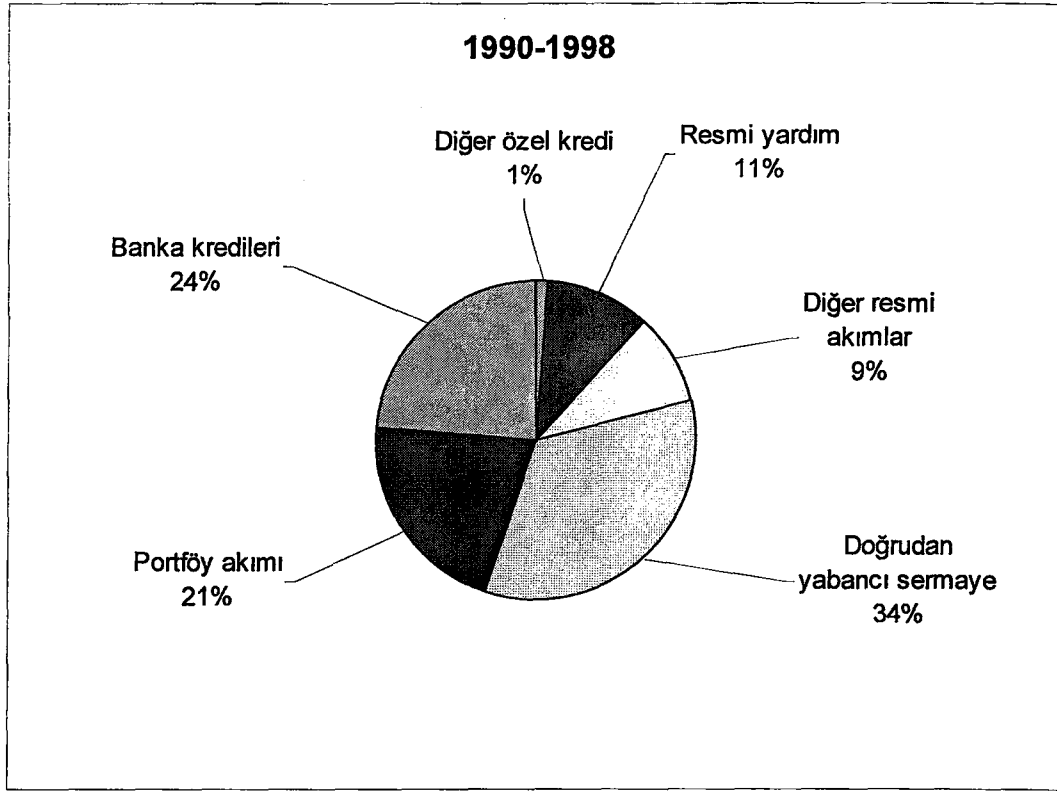
Şekillerde görüldüğü gibi sadece toplam hacimde değil, aynı zamanda sermaye girişlerinin bileşiminde de önemli değişiklikler meydana gelmiştir. 1975'ten 1980'lerin başına kadar toplam akımların neredeyse üçte ikisini oluşturan özel akımların payı 1982'den sonra %50'nin altına düşmüştür. Bu durum resmi akımların artışından çok o dönemde uluslararası banka borçlanmaları sistemindeki krizden kaynaklanmaktadır. 1990'larda özel sermaye akımları payını %80'lere çıkarırken resmi akımlarda hızlı bir düşüş meydana gelmiştir. Nominal olarak 40 milyar dolar civarındaki resmi girişler borç krizi öncesi döneme göre çok az bir artışı ifade etmektedir.



Şekil 3.1 1975-1982 yılları arası gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin bileşimi. (Akyüz ve Cornford, 1999)



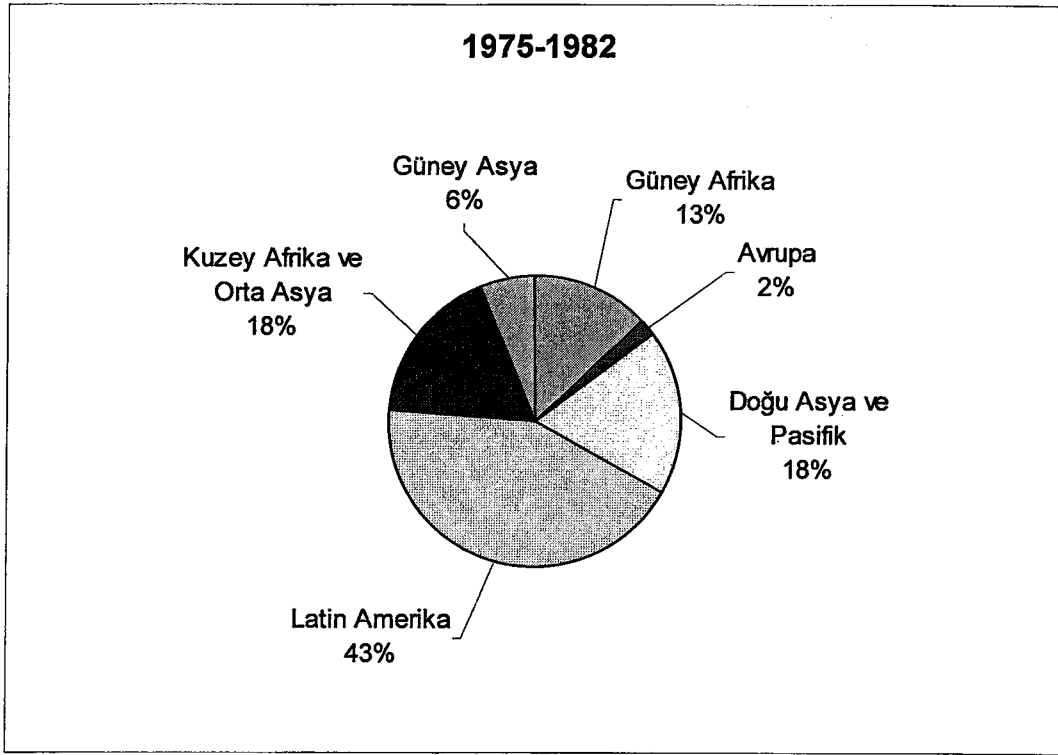
Şekil 3.2 1983-1989 yılları arası gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin bileşimi. (Akyüz ve Cornford, 1999)



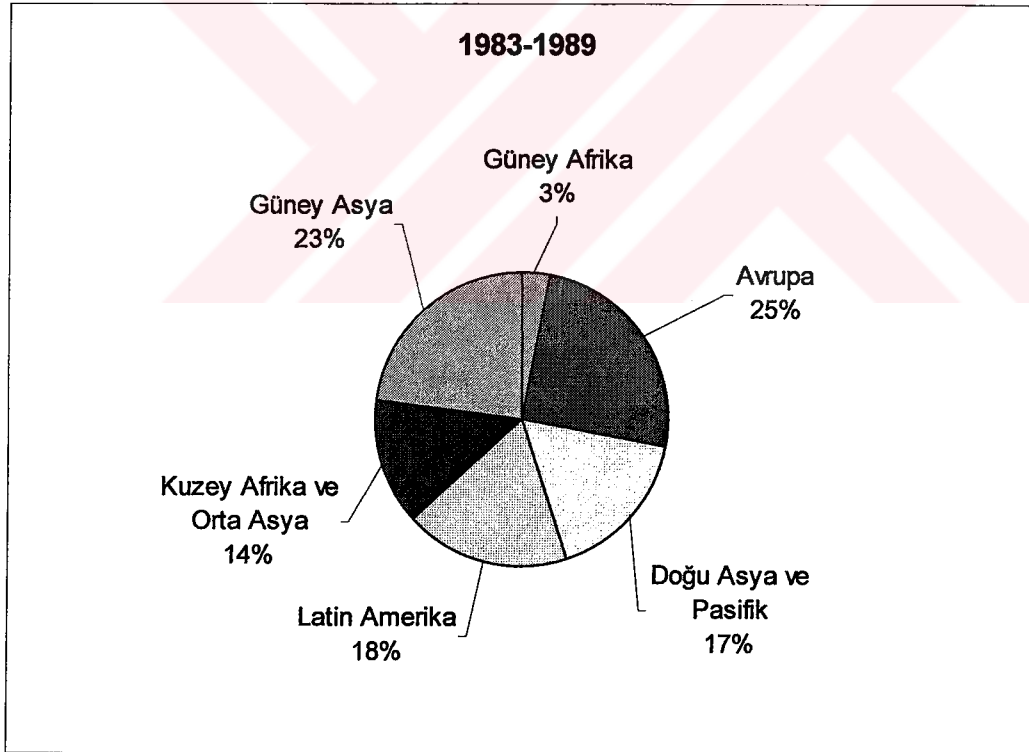
Şekil 3.3 1990-1998 yılları arası gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin bileşimi. (Akyüz ve Cornford, 1999)

Sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkeler ve bölgeler arasındaki dağılımı da değişmiştir. Resmi akımlar nispeten daha fakir durumdaki gelişmekte olan ülkelere gitme eğiliminde olduğundan borç krizi sonrası dönemde Afrika ve Güney Asya gibi ülkelerin payı artarken Latin Amerika grubunun payı düşmüştür. Bununla birlikte 1990'lardaki hareket tam tersi yönde olmuş, 1997 krizine kadar Doğu Asya payını arttırmaya devam etmiştir. Sermaye girişlerinin özel akımlar biçimini alması ile birlikte ortaya çıkan diğer bir trend de bu akımların birkaç gelişmekte olan ülkede yoğunlaşmasıdır. "Gelişen piyasalar" (emerging markets) denilen bu gruba dahil 20 ülke⁵ (geçen iki onyıll boyunca ortalama toplam net sermaye girişlerinin %40'ını almıştır. 1990'larda toplam net girişlerdeki payları %90'ın üzerine çıkmış, diğer gelişmekte olan ülkelere sadece geri kalan %10'luk kısım kalmıştır.

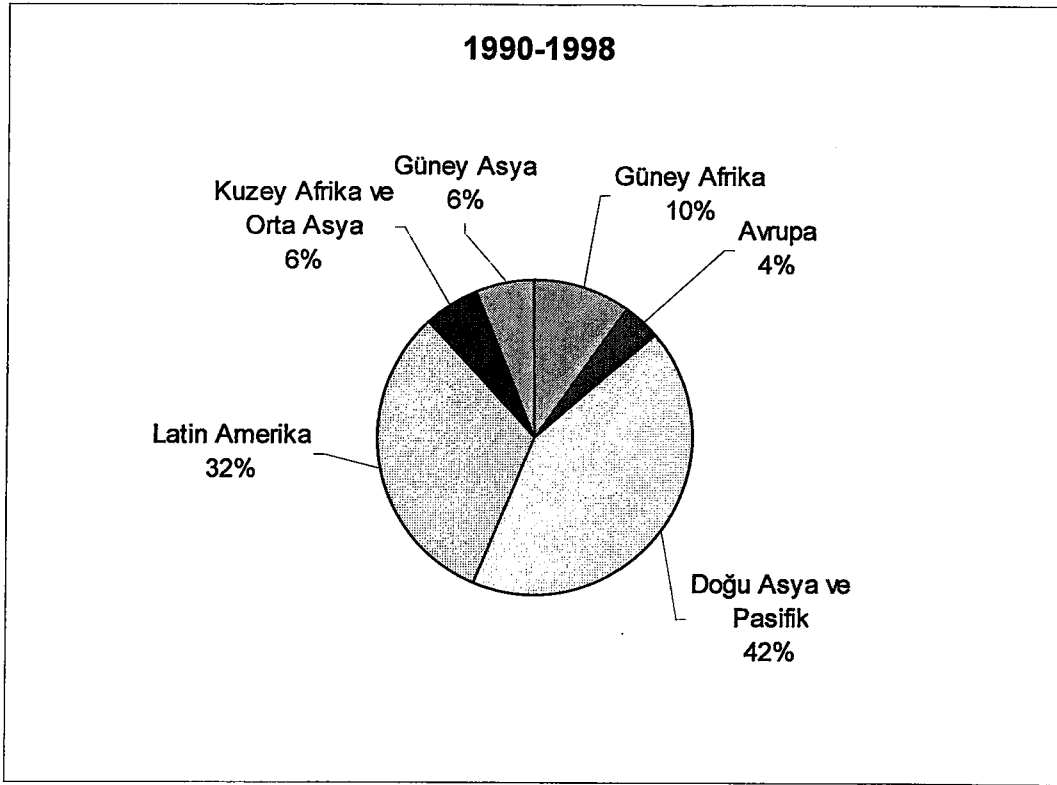
⁵ Arjantin, Brezilya, Çin, Şili, Kolombiya, Ekvator, Mısır, Hindistan, Endonezya, Kore Cumhuriyeti, Malezya, Meksika, Morocco, Peru, Filipinler, Tayland, Tunus, Uruguay, Türkiye ve Venezuela.



Şekil 3.4 1975-1982 yılları arası gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin dağılımı. (Akyüz ve Cornford, 1999)



Şekil 3.5 1983-1989 yılları arası gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin dağılımı. (Akyüz ve Cornford, 1999)



Şekil 3.6 1990-1998 yılları arası gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin dağılımı. (Akyüz ve Cornford, 1999)

Özel akımların bileşiminde de önemli değişiklikler olmuştur. 1970'lerin ortasından 1980'lerin banka borcu krizine kadar olan dönemde gelişmekte olan ülkelere giren toplam özel sermayenin dörtte üçü banka kredileri iken geri kalan kısım dolaysız yabancı sermaye yatırımları idi. Borç krizinden sonra banka kredileri sisteminin çökmesi sonucu durum değişmiş ve dolaysız yabancı sermaye yatırımları en büyük payı almıştır. 1990'lar ise banka borçlarının yeniden canlanması ve daha çok Asya gelişen pazarlarına yoğunlaşmasına sahne olmuştur. Dolaysız akımların yanında portföy akımları da önemli bir özel sermaye akımı biçimi olarak ortaya çıkmaya başlamıştır. Borç krizinden önce sermaye girişi yaşayan ülkenin resmi garantisi bulunmayan özel sektör borçlarının toplam dış borçlanma içindeki payı sadece %15 idi. 1982'den sonra düşen bu oran 1990'larla birlikte hem mutlak değer olarak hem de kamu borçlanmalarına ve resmi garantili borçlanmalara göre hızla tekrar artmaya başlamış, 1995'ten bu yana ikincisini geride bırakmıştır. Ancak bu durum Doğu Asya krizinden etkilenmiş, garantili olmayan borçlanma neredeyse tamamen yokolmuştur. Kamu borçlanmaları ya da resmi garantili borçlanmalar tekrar hızla artmıştır.

Bahsedilen liberalizasyon sürecinde gelişmekte olan ülkeler için sadece net sermaye girişleri değil, sermaye çıkışları da önem kazanmaya başlamıştır. Cari işlemler açığı ve kaynak boşluklarını kapatmak için net sermaye çıkışlarının da göz önüne alınması gerekmektedir. Bu çıkışlar yani ülkede yaşayanların yabancı varlıkları edinme hacimleri ülkelerin sermaye rejimlerine bağlı olmaktadır. Geçen 10 yılda birçok gelişmekte olan ülke kendi vatandaşlarının yurtdışında yabancı kısa ve uzun vadeli finansal varlıklara sahip olmasına ve hatta dolaysız yatırım yapmasına izin vermiştir. Bununla birlikte daha kısıtlı sermaye hesabı rejimine sahip ülkelere de sermaye çıkışları (sermaye uçuşları) yaşanabilmektedir. Gelişen piyasalarda 1980'lerde toplam 1 dolarlık net girişe karşılık 14 cent'lik çıkış yaşanırken bu miktar 1990'larda 24 cent'e çıkmıştır. Tüm gelişmekte olan ülkeler için bu pay 1990'ların başından itibaren ikiye katlanmıştır. Gelişmiş ülkelerin sağladığı dolaysız yatırımlarda da artış görülmektedir. 1991-1996 yılları arasında kümülatif olarak yaklaşık 52 milyar dolar'lık dolaysız yatırım çıkışı olmuştur. Bu rakam toplam net çıkışın %21'ini temsil etmektedir.

Gelişen piyasalarda sermaye hesabının açılması hem gelişmiş ülkelerdeki borç vericiler ve yatırımcılar için hem de bu piyasalardaki varlık sahipleri için portföy çeşitlendirme yoluyla karlı işlemler yapmaya, aynı zamanda çeşitli kuruluşların döviz kuru risklerine karşı yurtdışında pozisyon almalarına da olanak tanımaktadır. Ancak hala giriş ve çıkışların önemli bir kısmı kısa vadeli arbitraj fırsatları kovalayan likit sermayedir.

Tüm gelişmekte olan ülkelere baktığımızda 1990'dan 1998'e kadar rezervlerin %60 arttırıldığını görmekteyiz. Oldukça önemli maliyetleri olan bu politikayı uygulama sebepleri özel sermaye akımlarının istikrarsız bir seyir izlemesidir. Diğer akım türlerine göre daha oynak bir yapı sergileyen bu akımların içinde hisse senedi portföy yatırımları, kısa vadeli hazine kağıtları, ticaret kredileri dışındaki kısa vadeli borçlar gibi borç enstrümanları, yabancıların tuttukları yerli paralar, mevduat ve bankaların diğer yabancı para cinsinden yükümlülükleri yer almaktadır. Söz konusu dış finans kategorileri 1990'lar boyunca toplam net sermaye girişlerinden çok daha fazla dalgalanmalar yaşamıştır. 1988-1995 döneminde toplam net girişlere göre 2.5 kat daha fazla artmış; ancak 1995-1998 döneminde toplam net giriş sadece %12 azalırken, bu gruptaki hacim %83 azalmıştır. Bu dalgalanmalar 1990'lar boyunca söz

konusu ülkelerde yaşanan krizlerin de en önemli sebeplerindendir. (Akyüz ve Cornford, 1999)

Tahvil borçlanmalarının özel kaynaklı borçlanmalar içindeki ağırlığı 1990 yılında %0.6 düzeyinde iken 1996'da %55.6 düzeyine ulaşmıştır. Bu da gelişmiş piyasalara tahvil ihracı yoluyla borçlanmanın son dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin artışında özel bir öneme sahip olduğunu göstermektedir. Hisse senedi portföy yatırımları özel sermaye akımları içinde hızla yükselen başka bir yatırım biçimidir. 1990 yılında sadece 3.2 milyar dolar düzeyindeki hisse senedi portföy yatırımları 1996 yılında 45.8 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır; toplam özel sermaye akımları içindeki payını ise yine aynı yıllar için %7.6'dan %18.5 oranına yükseltmiştir. (Berksoy ve Saltoğlu, 1998)

3.3 Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelmesinin Nedenleri

Bir önceki bölümde de analiz edilen, gelişmekte olan ekonomilere dönük sermaye hareketi rakamlarındaki büyüme yeni oluşan piyasalar için dünya ekonomik sistemine daha fazla entegrasyon ve bu entegrasyon içindeki önemini arttırmak anlamına gelmektedir. Ulusal finans piyasalarının bütünleşmesi ile bu piyasalara girebilme olanakları genişlerken, sermaye akımları da makroekonomik dengesizliklerin finansmanı için kontrollü ve planlı bir biçimde kullanılan ekonomik değişkenler olmak yerine piyasa sürecinde oluşan ve giderek büyüyen bir denklem haline gelmeye başlamıştır.

1970'li yıllarda da bu tür yoğun bir akım söz konusudur. Ancak o zamanki yoğunlaşmanın beslendiği kaynaklar oldukça farklı olmuştur. 1970'li yıllarda petrol krizi sonrasında birikimli olarak artan “petro dolar” fonlarının uluslararası finans sistemine yeniden sokulması (recycling) zorunluluğu, gelişmekte olan ülkelere hacimli bir sermaye girişini doğurmuştur. Bu akım kendi doğurduğu, genel bir “borç krizi” ile sonuçlanmıştır.

1990'lı yıllardaki sermaye akımının büyüklüğü 1970'li yıllardaki akımın büyüklüğünü yakalamış olmakla birlikte bu kez akımın uyarıcı unsuru olarak “farklı finansal piyasalardaki arbitraj kazançlarından pay alma dürtüsü” ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla bu kez dolaşan sermaye, daha seçici, akışkan, daha kısa vadeli ve spekülatif nitelik kazanmıştır. Artık sermaye hareketleri finansal piyasalardaki

krizlere daha duyarlı ve hızlı tepki veren bir özellik taşımaktadır. Bu nitelik söz konusu sermaye akımlarının büyümesinde 1994 ve 1997’de yaşanan kırımlardan da açıkça görülmektedir. Sırasıyla Meksika ve Asya krizlerinin etkisiyle oluşan bu kırılım noktalarının ilki daha çok resmi kaynaklı sermaye girişinin hızla daralmasından kaynaklanırken ikincisi daha çok özel sermaye akımlarındaki duraksamadan kaynaklanmıştır. (Berksoy ve Saltoğlu, 1998)

Gelişmekte olan ülkelerde dış liberalizasyonun ilk dalgası genelde özel sektörün yurtdışından borçlanması şeklini almıştır. Yerel bankalar genelde uluslararası sermaye piyasaları ile yerel borç alıcılar arasında aracı görevini görmüşlerdir. Çekici vadeler öneren ve devlet garantisi taşıyan, döviz cinsinden mevduatlar geniş bir borçlanma sahası olmuştur. Tüm bu aşamalar ise özel şirketlerin döviz borçlarını giderek devleştirmiş ve sonuçta borç ve ödeme krizlerine sebep olmuştur.

Söz konusu ülkelere uygulanan özelleştirme programlarının amaçlarından biri yeni sermaye piyasaları oluşturmaktır. Oluşturulan piyasalara talep desteği olması amacıyla yabancıların bu piyasalara erişebilmesi sağlanmış; ancak bu talep yeni ortaya çıkan piyasaları kendine bağımlı hale getirmiştir. Portföy yatırımları genelde bu piyasalardaki dışarıdan içeriye dönük sermaye akımlarının büyük kısmını oluşturmaktadır. Örneğin Meksika’da 1992’nin ikinci çeyreğinde yabancıların elinde tuttuğu hisse senedi değeri piyasanın toplam değerinin %25’i düzeyine ulaşmıştır. Büyük piyasalarda ise bu miktar %5’ler civarındadır.

Gelişmekte olan ülkelere finansal piyasaların serbestleşmesi yabancı bankaların bu ülkelere girişine izin verirken aynı zamanda yabancıların ulusal hisse senedi piyasalarına girmesini de sağlamıştır. Bu durum özellikle yaşanan borç krizleriyle pekiştirilmiştir. Örneğin Latin Amerika 90’ların eşiğinde iken bir avuç dolusu borçlu ve alacaklı için uluslararası arbitraj ve spekülasyon cenneti haline gelmiştir. (Akyüz, 1995)

Finansal serbestleşme ve bütünleşme geliştirmekte olan ülkelere bir yandan tahvil ihracı yoluyla uluslararası piyasalara girebilme diğer yandan da yarattıkları yeni sermaye piyasaları ve kar olanakları ile gelişmiş ülkelerdeki yatırımcıları cezbedebilme olanağı tanımaktadır. Tahvil borçlanmasındaki hızlı genişleme geliştirmekte olan ülkelerin makroekonomik göstergelerindeki düzelmenin yanı sıra uluslararası piyasalarda borçlanma maliyeti ve vade koşullarındaki iyileşmeyle

bağlantılıdır. Hisse senedi ve portföy yatırımları aracılığı ile sermaye girişinin hızlanması ise gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarındaki olumlu gelişmelerle bağlantılıdır.

Gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasası işlem hacimlerine bakıldığında (Tablo 3.2) 1980'lerden bu yana hızlı bir gelişme görülmektedir. 1990'lı yıllarda ise söz konusu piyasalar daha yerleşik ve kurumsal bir kimlik kazanmakta, aynı yıllarda patlama yaşayan sermaye hareketlerine paralel olarak hacmini büyütmektedir. Özellikle Çin, Kore ve Tayvan sermaye piyasalarının işlem hacimlerindeki büyüme dikkati çekmektedir. Örneğin Çin'deki işlem hacmi 1991'de 820 milyon dolar iken 1997 yılında 337 milyar doları aşmış durumdadır. Türkiye'de ise 1986'da 13 milyon dolar olan hisse senedi piyasası işlem hacmi, on yıl içinde 51 milyar dolara ulaşmıştır.

Tablo 3.2. Gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasası işlem hacimleri (milyon dolar) (Berksoy ve Saltoğlu, 1998)

Ülkeler:	Çin	Endonezya	Kore	Malezya	Tayvan	Türkiye
1985	-	3	4,162	2,335	-	-
1986	-	1	10,889	1,180	4,899	-
1987	-	3	24,919	3,829	18,931	13
1988	-	4	79,180	2,623	84,112	115
1989	-	541	121,264	6,888	275,624	101
1990	-	3,992	75,949	10,871	965,840	798
1991	820	2,922	85,464	10,657	715,005	5,841
1992	16,715	3,903	116,101	21,730	365,232	8,571
1993	43,395	9,158	211,710	153,661	240,667	8,191
1994	97,526	11,801	286,056	126,458	346,487	23,242
1995	49,774	14,403	185,197	76,822	711,346	21,692
1996	256,008	32,142	177,266	173,568	383,099	51,392
1997	337,193	43,253	167,746	148,845	470,193	36,831

Piyasa değerlerinde⁶ de hızlı bir artış söz konusudur. Bu, yeni oluşan piyasaların genişleyip derinleşirken yatırımcılar için cazip kazanç oranları sağladıklarını göstermektedir. Getiri oranları özellikle Tayvan ve Kore'de istikrarlı biçimde yüksek düzeyde seyrederken Türkiye'de zaman zaman oldukça yüksek seviyelere ulaşan; ancak istikrarsız bir yapı sergilemiştir.

⁶ Hisse senedi fiyatları ve sermaye piyasasına katılan şirket sayısı ile ölçülür (market capitalization).

Sermaye hareketlerinde meydana gelen bu değişimler “risk” faktörünün ve buna bağlı olarak “ülke riski”, “kredi notu”, “kredibilite” gibi ölçütlerin ön plana çıkmasına neden olmuştur. Bu ölçütlerin durumu daha çok ekonomilerin temel dengeleriyle bağlantılıdır. Bu süreçte yüksek kazanç kovalayan gelişmiş ülke yatırımcılarının bu piyasalara yönelmesi ve doğrudan kar amaçlı işlemlerin yanısıra portföy çeşitlemesi yoluyla risk dağıtımını güdüleri uluslararası sermayeyi yeni gelişen piyasalara taşıyan önemli bir etken olmuştur.

1980’lerdeki yapısal uyum süreci gelişmekte olan ülkelerin çoğunda iç ve dış dengesizliklerin onarılmasını sağlamıştır. 1990’lı yılların başında uluslararası sermaye akımlarından görece büyük payı alan gelişmekte olan ülkelere makroekonomik dengeler daha düzgündür ve ekonomik istikrar sağlanmıştır. Bu dengelenme kuşkusuz ülke riskini azaltırken, kredi notlarının ve kredibilitelerin yükselmesine neden olmuş, sermaye girişinin hızlanıp, hacim kazanmasına en önemli rolü oynamıştır. Akımların resmi kanallardan özel kanallara taşınması ile yeni aktör ve enstrümanlar ortaya çıkmaya başlamıştır.

Gelişmekte olan ülkelerin ulusal ekonomilerinde sermaye girişini uyaran nedenlerin oluşmasının yanısıra, gelişmiş ülkelere ve yerleşik piyasalarda (mature markets) gözlenen bazı gelişmeler söz konusu ekonomilere yönelen sermaye akışı üzerinde etkili olmuştur. Bu etkenlerden birisi gelişmiş ülkelerdeki faiz hareketleridir. 1990’lı yıllarda dünya faiz oranlarında belirgin bir düşüş eğilimi gözlenmiştir. Özellikle ABD’de dikkat çeken bu düşme eğilimi 1992 yılında ABD faiz oranlarının 1960’lardan bu yana en düşük düzeye inmesine yol açmıştır. Aynı dönemde Latin Amerika ve Güney Doğu Asya’nın gelişmekte olan ekonomileri görece daha yüksek faizli yatırım alternatifleri sununca bu ülkelere önemli bir sermaye girişi başlamıştır. 1994 yılında ABD’de uygulanan sıkı para politikasının faizi yukarı çekmiş olmasına rağmen gelişmekte olan ülkelerin faiz oranları cazip düzeylerini sürdürmüştür.

Üstelik, dolaşan bu sermaye miktarı piyasalardaki piyasaya girmeden önceki oranlar ne olursa olsun, faiz oranlarını arttırabilmekte ya da döviz kurlarını aşırı değerlendirebilmektedir. Dolayısıyla önceki paragrafta bahsedilen piyasalar arası arbitraj olanağını bizzat kendisi yaratabilmekte ve iç koşullardan bağımsız olarak da bir getiri sağlayabilmektedir. (Yentürk, 2001)

Bohn ve Tesar (1996) ABD’den kaynaklı sermayenin gelişmekte olan ülkelere neden yöneldiği araştırmıştır. Bu çalışmada ABD kaynaklı sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke borsalarında sunulan yüksek getirilerin peşinde olduğu ancak ABD fonlarının bu getirilerden yeterince yararlanamadığı bulunmaktadır.

Taylor ve Sarno (1997) sermaye hareketlerinin nedenlerini “içsel nedenler (pull factors)” ve “dışsal nedenler (push factors)” olarak ikiye ayırmakta ve bunların göreceli önemini belirlemeye çalışmaktadırlar. Bu faktörlerin ABD ekonomisindeki etkileri araştırılmıştır. Çalışmanın en önemli bulguları arasında ABD faiz oranlarının diğer faktörlerden daha etkin olduğu sonucudur. Ayrıca Latin Amerika ve Güney Doğu Asya ülkelerinin çeşitli faktörlere karşı duyarlılığının farklı olduğu da gözlemlenmiştir.

İçsel nedenler arasında ülkelerin yabancı sermayeye açıklık düzeyi, kredi alabilirlik düzeyi, işçi ve hammadde fiyatlarının göreceli düşüklüğü, ekonomik göstegelerindeki iyileşmeler yer almaktadır. Bu içsel faktörler genellikle “doğrudan yabancı yatırımlarını” gelişmekte olan ülkelere yönelten nedenler arasında sayılabilirler.

Sermaye hareketlerine neden olan global ya da dışsal faktörler arasında ise ABD faiz oranlarının düşmesi, genel anlamda gelişmiş ülkelerin piyasalarındaki karlılığın azalması ve ekonomik büyüme oranlarının yavaşlaması, “portföy dağıtımı” yoluyla gelişmiş ülkelerdeki yatırımcıların gelirlerinin artması ve risklerinin azalması, bölgesel ticaret anlaşmalarının (NAFTA gibi) sermaye hareketlerini olumlu etkilemesi, ulaşım ve haberleşme teknolojilerinin gelişmesi ile sermaye hareketlerinin maliyetinin azalması, Latin Amerika ülkelerinde yaşanan “popülerite dışsallıkları” (reputational externalities)⁷ gibi faktörler sayılabilir.

Dışsal faktörler sebebiyle akan sermaye uluslararası koşullar değiştiğinde tekrar geri çıkma riskini de taşımaktadır. Bunun sonucunda gelişmekte olan ülkenin ekonomisi zarar görecektir. Ancak sermaye girişi o ülkenin kendi iç ekonomik dinamiklerinden kaynaklanıyorsa ani sermaye çıkışı olma ihtimali de düşük olacaktır. Bu nedenle sermaye girişinin sürekliliğini sağlamak için ülkelerdeki yapısal düzenlemelere önem verilmesi gerektiği öne sürülmektedir.

⁷ Belli bir bölgede yatırım yapmanın popüler hale gelmesi, o bölgede ekonomik durumu iyi olmayan ülkelere de yatırımı beraberinde getirmekte ve çevresel bir etki yaratmaktadır. Meksika ve Şili’nin ekonomik göstergelerindeki iyileşme, aynı gelişmeyi sağlayamayan Brezilya’da da sermaye girişlerine neden olabilmektedir.

Makroekonomik değişkenlerdeki istikrar, reel kurun uzun vadeli değerlenmesinin önlenmesi, yüksek yurtiçi tasarruf, dış ticarete konu olan sektörlerdeki yüksek yatırım oranları, cari işlemler açığının kontrol altında tutulması, yüksek ihracat büyümesi, kısa vadeli sermaye girişlerinin toplam sermaye hareketleri içindeki payının küçüklüğü gibi unsurlar o ülkeye girecek sermayenin de yapısını belirleyecektir. İçsel faktörlerden etkilenerek giren sermaye daha çok “dolaysız uzun vadeli yatırımlara” yönelik olacak ve bunlar da kısa süreli finansal krizlerden etkilenerek ani çıkışlar yaratmayacağı için ekonomiye zararları da fazla olmayacaktır.(Kaya, 1998)

Doğrudan sermaye yatırımları son döneme özgü bir sermaye akımı türü olmadığı gibi küreselleşmeyle finansal piyasaların bütünleşmesinden çok üretim süreçlerinin uluslararasılaşmasıyla ilgilidir. Küreselleşmeyle bağlantılı olan sermaye akımları ise daha çok borçlanma, özellikle de ticari banka borçlanmalarıdır. Borçlanma kanalıyla gerçekleştirilen sermaye girişleri içerisinde ticari banka ve tahvil borçlanmaları hızlı bir artış göstermektedir. Diğer kanallardan yapılan borçlanma türleri ise gerek mutlak boyut gerekse de ağırlık olarak daralmıştır.

Küreselleşme sürecinde yüksek getiri kovalayan sermayenin portföy çeşitlemesi yoluyla risklerinin dağıtılması güdüsünün de katkısıyla dünya ölçeğinde hareketliliğe kavuşması, dünya ekonomisinde finansal piyasaların belirli merkezlerin dışına yayılıp, çok merkezli hale gelmesi sonucunu doğuran bir “merkezkaç” etkisi yaratmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin ulusal bazda gerçekleştirdikleri dönüşümün de merkez dışında birçok çekim alanı oluşturması mali piyasaların dünya coğrafyasında yayılmasını hızlandırmıştır. Öte yandan, merkez dışına yayılan uluslararası sermayenin yarattığı “pozitif dışsallık” etkisi de sermayenin bir ülkeye girdikten sonra mekan olarak yakın ülkelere yayılmasına da neden olmaktadır. Latin Amerika ve Güney Doğu Asya’ya bu tür bir etki belirgin olarak gözlenebilmektedir.

İç ve dışa yönelik finansal hareket serbestilerinin yanında yerli yatırımcıların kendi aralarındaki yabancı para cinsinden işlemlerinin serbestleştirilmesi de finansal liberalizasyonun önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Yerli yatırımcı tasarruflarını korumak amacıyla daha güvenilir bulduğu uluslararası para birimlerine (dolar, mark vs.) yatırıncı geliştirmekte olan ülkelerin ulusal para sistemi içerisinde yabancı para önem kazanmakta ve ekonominin "dolarizasyonu"nu beraberinde getirmektedir. Toplam mevduatlar içerisinde yabancı para cinsinden olanların payı büyük finansal

piyasalarda (örneğin Londra'da) %20'leri aşmazken, gelişmekte olan ülkelerde (mesela Latin Amerika'da) bu oran yerel para cinsinden tutulan mevduatları aşabilmektedir. Ayrıca, sermaye girişleri artık ulusal paraların aşırı değerlenmesine ve giriş olan ülkelerin döviz rezervlerinde aşırı birikime de yol açmaktadır. (Akyüz,1995)

3.4 Finansal İstikrarsızlık ve Krizler

Bretton Woods döneminden bu yana gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizler farklı özellikler göstermektedir. Konu ile ilgili deneyimler (1980'lerin borç krizi, 1994-1995 Meksika krizi, 1997 Doğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi vs.) de göstermektedir ki gelişmekte olan ülkelerin ulusal ekonomileri sermaye akımlarındaki dönüşler ve hızlı kur değişimlerinin tehdidi altındadır. Bu finansal krizler, para krizlerine, ödeme güçlüklerine ve dış borç krizlerine yol açmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ise para piyasalarındaki yaşanan kargaşa dönemleri genelde diğer yerel piyasalara sıçramamakta, ödeme güçlüklerine ya da borç krizlerine yol açmamaktadır. Bunun sebebi gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının küçük olması, orta büyüklükteki gelişmiş ülke yatırımcılarının portföylerinin küçük bir payının dahi bu piyasalarda fiyat dalgalanmalarına yol açabilmesidir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde fazla dış borcun bulunması, bu dış borcun daha fazla kısmının yabancı para cinsinden ve daha çok özel sektör tarafından borçlanılmış olması bu ülkelerin hassasiyetini arttırmaktadır.

Bretton Woods sonrası dönemin krizlerine bakıldığında bazı ortak noktalar tespit edilebilmektedir. Hepsi, ekonominin liberalizasyonu, daha spesifik olursak finansal sektörün liberalizasyonu sürecini takip etmiştir. Tüm parasal istikrarsızlık dönemleri hızlı sermaye girişleri ve bunu aynı hızda takip eden sermaye çıkışları ile başlamıştır. Bu tür dalgalanmalar iç ve dış politika değişimlerinin piyasa şartlarında meydana getirdiği farklılaşmalarla ilgilidir. Sermaye girişleri genelde ülkenin makroekonomik şartlarındaki kötüleşmeyle de ilgilidir. Bu kötüleşme genelde sermaye girişinin döviz kurunda yarattığı aşırı değerlenme, borç genişlemesi, varlık fiyatlarındaki spekülasyon hacmin artması gibi etkilerinden kaynaklanabileceği gibi uluslararası piyasalarda oluşan faiz oranı, döviz kuru değişimlerinden de ortaya çıkabilmektedir. Finansal krizler daha çok belli türdeki finansal akımlardan ve belli gruptaki borç alan-verenlerden kaynaklanmaktadır.

Tüm bu ortak noktalara rağmen finansal krizler çok farklı makroekonomik koşullara sahip ülkelerde ortaya çıkabilmiştir. Meksika ve Tayland gibi cari işlem açığı büyük ülkelerde olduğu kadar Endonezya ve Rusya gibi bu açıkların daha az olduğu ülkelerde de krizler yaşanmıştır. Parasal kargaşa yaşayan birçok ülkede (Meksika, Rusya, Brezilya gibi enflasyonu indirmek için nominal çıpa kullanılan ülkelerde) aşırı değerlenme görülürken Doğu Asya ülkelerinde paranın aşırı değerlenmesi oldukça düşük ve gözardı edilebilir düzeylerde kalmıştır. Aynı şekilde büyük bütçe açıklarına sahip ülkelerde (Brezilya ve Rusya) olduğu kadar dengeli bütçeye sahip ve fazla veren ülkelerde de (Meksika, Doğu Asya) krizler görülebilmektedir. Dış borcun daha çok kamu tarafından alındığı ülkeler (Brezilya ve Rusya) kriz yaşarken dış borcun özel sektörde yoğunlaştığı ülkelerde de (Doğu Asya) kriz yaşanmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan tüm finansal krizler kredi verenlerin ve yatırımcıların finansal bir panik yaşayarak hızla çıkışından kaynaklanmıştır. 1980'lerin borç krizi uluslararası bankaların devletlere verdiği kredilerin kesilmesine yol açarken, 1995 Meksika krizi uluslararası kredi verenlerin kaçmak üzere devlet kağıtlarını likitleştirerek dolara dönmelerine sebep olmuştur. Doğu Asya krizinde de kısa vadeli borçlara dönmenin reddedilmesi ve yerel "unhedged" (yani riskini çeşitli finansal ürünlerle kapatamamış) borç alanların risklerini döviz kuru kayıplarına karşı korumak istemesi krizi derinleştirmiştir. Borç verenlerin borç alanların finansal durumlarındaki sıkıntılara aşırı tepki vermesi finansal krizlerin daha da büyümesinin en önemli sebeplerindendir. Bu durum borç alanların operasyonlarını kısımlarına, gelirlerinin azalmasına ve borç verenlerin ilgisini kaybetmelerine yol açmaktadır. Likidite problemi borç alanların uluslararası likidite kaynaklarına ulaşamamaları ve rezerv stoklarının yetersiz olması nedeniyle daha geniş alanlarda çözümsüzlüklere yol açabilmekte, pozisyonunu kapamak isteyen bankaların dövizde hücum etmesiyle yerli para değer kaybetmekte, faiz oranları artmakta, borç alanlar ödeme yapabilmek için varlıklarını likitleştirmekte ve krizler derinleşmektedir. (Akyüz ve Cornford, 1999)

3.5 Sermaye Hareketlerinin Ulusal Ekonomiler Üzerindeki Etkileri

Sermaye hareketlerinin ulusal ekonomiler üzerindeki etkileri iki açıdan değerlendirilebilir: Bunlardan birisi sermaye girişinin ekonominin fiziki büyüklükleri

ve reel gelişimi üzerindeki etkileridir. İkinci etki alanı ise finansal sistem, buna bağlı etkileşim ağı ve olası sonuçlarına ilişkindir.

Göreceli olarak dışa kapalı, finansal denetim ve sabit kur rejiminin geçerli olduğu sistemlerde söz konusu etkilerden reel olanı ön plana çıkacaktır. Bu koşullarda sermaye girişi ekonominin reel gelişmesi ve bunun dış ödemelere yansımaları ile bağlantılı olarak gerçekleşmekte, olası finansal etkileşim ise bir anlamda baskı altında tutulmaktadır. Sermaye hareketlerinin ulusal ekonomilerde yaratması olası reel etkilerin gözlenmesi ve çözümlenmesi nispeten daha az karmaşık ve net bir olgudur. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişi, bu ülkelerde ulusal kaynakların (tasarruf) elverdiği düzeyin üzerinde harcama ve yatırım yapılabilmesini olanaklı kılmaktadır.

Açık ekonomiye geçilen, kambiyo ve finans denetimlerinin kaldırıldığı, serbest kur politikasının yürütüldüğü sistemlerde ise sermaye girişleri, reel etkilerin yanı sıra finansal etkiler de yaratmaktadır. İki etkinin, iç içe geçebildikleri için, birbirlerinden ayrıştırılmaları neredeyse olanaksız hale gelmektedir. Bu süreçte sermaye girişleri ekonominin reel gelişmesinden koparken, ortaya çıkan finansal etkilerin, olası reel etkileri bastırarak ya da tersine çevirecek sonuçlar yaratması olasılığı da ortaya çıkmaktadır.

Kaynak kullanımının genişlemesi sonucunda yatırım oranının yükselmesi, ulusal tasarruflarla sürdürülebilecek ekonomik büyümenin ötesinde üretim ve gelir artışı sağlanması, yani ekonominin daha hızlı büyümesi sonucunu doğurmaktadır. Bunun kuşkusuz istihdam ve ulusal refaha olumlu yansımaları olacaktır. Öte yandan, sermaye girişi ile sağlanan kaynak fazlası ulusal ekonomide ihracat kazancının üzerinde bir ithalat hacminin sürdürülebilmesine de olanak vermektedir. Bu bir yandan yatırım malı kullanımı ve kapasite genişlemesini, bir yandan da tüketim harcamalarının yeniden düzenlenmesini mümkün kılmaktadır. Ekonominin üretim ve istihdam düzeyi ve gelişme temposu üzerinde belirleyici rol oynayan bu tür etkiler sermaye girişinin sağlayacağı reel katkılardır.

Sermaye girişinin reel katkısı salt reel değişkenlerin mutlak boyutu üzerinde yaratacağı etkilerle sınırlı kalmamaktadır. Yatırım ortamına egemen iklimi etkilemek suretiyle sermaye girişinin kaynak tahsisinde etkinliği ve kaynak kullanımında verimliliği de arttırarak reel değişkenler üzerinde dolaylı etkiler yaratacağı da

öngörülmektedir. Ekonomilerin serbestleşip, dışa açıldığı, uluslararası finans piyasalarının küresel boyutlarda bütünleştiği son dönemde bunun özellikle bu sürece katılan gelişmekte olan ülkelerde önemli kazançlar sağlayacağı öne sürülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere giderek artan bir hacimde akan sermaye bu ülkelerin kendi kaynaklarının ötesinde bir kaynak kullanım imkanına sahip olacaklarına ilişkin öngörünün gerçekleştiğine işaret etmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinden beklenen tüm reel kazançların gerçekleştiğini söylemek güçtür. Zira küreselleşme dinamiklerinin sermaye hareketlerinin karakteri ve yöneliminde getirdiği yeni özellikler, finansal piyasalarda yarattığı etkileşimler ve ulusal ekonomilerin makro istikrarında yarattığı sorunların etkin bir verimli yatırım ortamını bozucu etkiler de doğurduğu bilinmektedir.

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

Oysa, son dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akışının hacim olarak genişleten gelişmeler aynı zamanda makroekonomik dengeleri bozan ve ulusal politikaların etkinliğini azaltan, kısacası istikrarın sürdürülmesini güçleştiren etkiler de yaratmaktadır. Söz konusu etkilerin bir boyutu küreselleşme sürecinde uluslararası finans piyasalarının edindiği özellik ve sermaye akımlarına yerleşen “oynaklık” (volatilité) ile ilgilidir. İkinci bir boyut ise bu nitelikte sermaye girişinin ulusal makroekonomik dengelerde yarattığı olumsuz gelişmelerle bağlantılıdır.

Ulusal mali piyasaların serbestleştirilmesi, piyasaların küresel ölçekte entegrasyonu sonucunda oluşan finans ortamında finansal kurumların temel niteliklerinin yitirilmiş olması uluslararası bir düzeyde bir istikrarsızlığın (volatilité) ortaya çıkması sonucunu doğurmuştur. Bu süreçte finans piyasaları, kaynakların uzun vadeli riskleri ve kazançları yansıtan doğru aktif değerleri (fiyatlar) yoluyla tasarruf ve yatırım kararlarını uyumlu hale getiren aracılık işlevinden uzaklaşmış; yanlış, çoğu kez de

aşırı istikrarsız (volatile) aktif değerlerinin (fiyatların) ya da buna ilişkin beklentilerin sürüklediği kısa vadeli, spekülâtif sermaye hareketlerinin oyun alanı haline gelmiştir (Akyüz, 1995). Piyasalara egemen olan bu özellik uluslararası sermaye hareketlerinin de oynak bir karakter kazanmasına ve bunu yöneldiği ülkelere taşımasına yol açmıştır.

Bu açıdan bakıldığında kısa vadeli ve spekülâtif bir kimliğe bürünen uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelen parçasının, hacim olarak hızla artmış olmasına karşılık, kaynak kullanımında etkinlik ve verimlilik artışının temel koşulu olan istikrar ortamına bir katkıda bulunmadığı, tersine, istikrarsızlığı besleyerek öngörülenin aksi yönde etkiler yarattığı öne sürülmektedir (Akyüz, 1995; Helleiner, 1997). Son dönemdeki araştırmaların önemli bir kısmı bu hipotezin sınanması için gerekli kuramsal ve ampirik bilgi tabanının oluşturulmasına yönelmiştir.

3.5.1 Açık Ekonomi Modelleri ve Sermaye Hareketleri

1970’li yıllardan sonra ortaya çıkan yeni yapı ile birlikte ulusal ekonomilerin dünya ekonomisindeki gelişmelere karşı daha duyarlı hale gelmeleri en çok finans ve döviz piyasalarındaki duyarlılıkta kendisini göstermektedir. Örneğin, uluslararası faiz farklılaşmalarının yarattığı etkileşim, finans piyasaları aracılığı ile kolaylıkla ulusal ekonomiye taşınabilmekte ve bu düzeyde makroekonomik değişkenleri etkilediği gibi, döviz piyasası ve döviz kuru üzerinde de yansımalar yaratabilmektedir. Bu tür etkilerin bileşkesi bir yandan da iktisat politikalarının, örneğin para politikasının, hareket alanını kısıtlayarak, etkinliğini azaltmaktadır.

Bu etkileşim dinamiğini bir açık ekonomi modeli yardımıyla irdelemek mümkündür (Calvo ve diğerleri, 1996). Bu tür bir modelde, örneğin dünya faiz oranlarında bir düşme olması borç alan ülkede gelir ve ikame etkileri yaratmak suretiyle bir tüketim genişlemesine ve buna bağlı olarak dış dengenin bozulmasına, cari işlemler açığının büyümesine yol açmaktadır.⁸

⁸ Söz konusu süreçte gelir etkisi, düşen faizin dış borçların bugünkü değerini (present value) azaltmasından kaynaklanmaktadır. İkame etkisi ise, düşen faizin borçlanmayı ucuzlatarak, gelecekteki tüketimin bugünkü tüketimle ikame edilmesini, yani tüketimin arttırılmasını özendirme sonucu ortaya çıkmaktadır.

Gelir ve ikame etkileriyle tüketim harcamaları artışı özendirilirken, faiz düşüşünün yatırım harcamalarını arttırması sonucunda ulusal ekonomide tasarruf-yatırım açığı büyümekte ve bu, dış ödemelerde cari işlem açığını büyütmektedir. Bu süreç enflasyonu körüklerken ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açmakta ve adeta kendisini besleyen bir istikrarsızlık dinamiğinin tetiğini çekmektedir. Dünya ekonomisindeki bir gelişmenin finans piyasaları aracılığı ile ulusal ekonomiye taşınmasının makro değişkenlerde uyardığı bu tür dengesizliklere ilişkin analiz reel büyüklükler yerine parasal büyüklükler ikame edilerek de tekrarlanabilir (Calvo ve Vegh, 1993).

Dünya ekonomisinde bir faiz düşüşü, artan tüketim talebi ve görece düşük faizin nakit tutmayı ucuzlatması nedeniyle para talebinin ve reel balans büyüklüğünün şişmesine neden olacaktır. Bu sürecin sonunda da cari işlem açığı büyüyecek ve ulusal para aşırı değerlenecektir.

Görüldüğü gibi reel ya da parasal açıdan bakıldığında açık ekonomi makro modeli aynı sonuçları vermektedir. Borçlanmanın maliyetinin azalması, yani uluslararası faiz düşüşünün bir faiz farklılaşması yaratması sonucunda artan sermaye girişi ulusal ekonomide makro dengeleri bozarak istikrarsızlık üretmektedir. Bu tür istikrarsızlık potansiyelinin kontrol altında tutulabilmesi ise sermaye girişinin zorladığı parasal genişlemenin sınırlanabilmesine, yani ulusal para otoritesinin sterilizasyon kapasitesi ve becerisine bağlıdır. Sermaye girişinin sürmesi sterilizasyon sınırına ulaşılmasına rağmen sürececek olursa, parasal genişleme kaçınılmaz olmakta ve makroekonomik bozulma en uç noktasına taşınarak, ekonomi potansiyel bir finans ve döviz krizine sürüklenmektedir.

Kısaca irdelediğimiz bu modelleme, çıkış noktası -yani faiz farklılaşması- açısından gelişmekte olan ülkelerdeki fiili duruma uygunluk göstermektedir. Önceki bölümlerde değindiğimiz gibi 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akışının hızlanmasının ardında yatan nedenlerden bir tanesi de bu ekonomilerdeki sermaye kazançlarının görece yüksek olmasıdır. Teorik açıklama ile fiili durum arasındaki uyum bunun ötesinde de sürmektedir. Sermaye girişinin hızlandığı ülkelerin çoğunda modelde öngörülen gelişmeler olmuş ve kriz ortamları oluşmuştur. Öte yandan, söz konusu gelişmeler ve ulaşılan sonuçların yaygınlaşmış olması, araştırmaların finansal kriz, döviz krizi ve benzeri türde krizlerin oluşum dinamiklerinin soruşturulmasına, kriz tipolojilerinin oluşturulmasına ve giderek bu

tür krizlerin önceden kestirilebilmesi için gerekli izleme yöntemlerinin irdelenmesine yoğunlaşılması sonucunu doğurmuştur (Sachs ve diğerleri 1995, Calvo 1996, Kaminsky ve diğerleri 1997).

3.5.2 Sermaye Hareketlerinin Uluslararası Rekabet Gücüne Etkisi

Büyük sermaye girişleri yaşayan ekonomilerde dövizde yaşanan yığılma en tipik özelliklerden bir tanesidir. Bu ise yerel paranın yabancı para birimlerine göre reel olarak değer kazanmasına neden olmaktadır. İhracat mallarının dış pazarlarda pahalılaşması, ithalat mallarının iç pazarda ucuzlaması uluslararası rekabet gücünün de zarar görmesi anlamına gelecektir. Yükselen sermaye girişleri 1990'lar boyunca bu girişleri yaşayan ülkelerde dış ticaret açıkları ve ithalat artışıyla paralel gitmektedir. Örneğin Türkiye'de tekstil sektörünün zarar görmesi bu durumun bir sonucu olmuştur.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin diğer bir etkisi ise yurtiçi talebi artırıyor olmasıdır. Gelen fonlar yapıları gereği uzun vadeli yatırıma dönüşmeden tüketilmektedir. Tüketicilerin banka kredileri sayesinde daha kolay tüketim şartlarına kavuşmaları da talebin artışında etkisi olan bir unsur olarak göze çarpmaktadır.

Gelen kısa vadeli fonların ücretlerin arttırımında da kullanılabilmesi tüketim artışının diğer bir sebebi olmaktadır. Bu politika 1990'lar boyunca pekçok gelişmekte olan ülkede kendini göstermiştir. Kamu borçlanmasının artması, faiz oranlarının yükselmesi tasarrufları azaltmaktadır. (Yentürk, 2001)

Tüm bu gelişmeler dış ticarete konu olan sektörleri zarara uğratmakta, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası alanda rekabet güçlerini zayıflatmaktadır. Yentürk (2001) dokuz adet gelişmekte olan ülke için imalat sektöründe 1990'lar sonrasında öncesine oranla rekabet gücü ve üretim kaybına işaret etmektedir.

3.5.3 Sermaye Hareketlerinin Sonuçları

Sermaye hareketlerinin sıkça görüldüğü ülkelerde dikkat çeken reel ekonomik değişimleri aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür. İlk grup sonuçlar, "kısa vadeli sermaye akımları"ndan çok "doğrudan yabancı sermaye yatırımları"nın etkilerini özetlemektedir:

- Yabancı sermaye, ev sahibi ülkenin sermaye birikimine ve üretim kapasitesine doğrudan katkıda bulunur. Az gelişmiş olmanın başlıca özelliği,

sermaye birikiminin yetersizliğidir. Yabancı sermaye aynı zamanda sağladığı kârları yeniden yatırarak da gittiği ülkenin üretim kapasitesini artırır.

- Yabancı sermaye, teknoloji ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirir. Bu özelliği dolayısıyla yabancı sermaye yatırımları, ülkelerarası teknoloji transferi yollarından birisini oluşturur. Ev sahibi ülkeler yabancı işletmelerden, kendi ülkelerinde araştırma ve geliştirme faaliyetlerinde bulunmalarını ve yerli personeli modern teknoloji ve işletmecilik konularında eğitmelerini beklerler. Az gelişmiş ülkelerin, ülkeye giriş izni verirken, bu firmaların ihracata yönelik üretimde bulunmalarını önemle göz önünde bulundurlar. Uluslararası nitelikte olan yabancı firmaların dış piyasalar konusunda geniş deneyimleri ve yeryüzüne yayılmış satış ve pazarlama örgütleri vardır. Ev sahibi ülke, yabancı şirketin bu olanaklarından yararlanarak ihracatını artırmayı amaçlar.

- Yabancı sermaye kuruluşları sağladıkları kârlar ölçüsünde yerel hükümetler için bir vergi kaynağı oluştururlar.

- Yabancı sermayenin getirdiği dövizler, uzun dönemde ithalatı ikame edici ve ihracatı artırıcı etkiler yaratarak, gidilen ülkenin ödemeler dengesinin düzelmesine katkıda bulunur. Fakat daha sonra yurtdışına yapılan kâr transferi de ödemeler dengesini olumsuz etkiler. Bu bakımdan ev sahibi ülkeler çoğunlukla yabancı sermaye şirketlerinin kâr transferini sınırlandırıcı düzenlemelerde bulunur ve bunlardan, kârlarını yeniden yatırıma yönlendirmelerini isterler. Yabancı sermaye yatırımları, yaratacağı yeni iş olanakları ile ülkenin işsizlik sorununun çözümüne de katkı sağlayabilir.

- Yabancı sermaye yerli ekonomiye dinamizm kazandırır ve iç rekabeti artırır. Yerli sanayinin tekeli bir yapıya sahip olması durumunda yeni firmaların piyasaya girişi, tekeli kırarak üretimin genişlemesine ve fiyatların düşmesine neden olabilir.

Daha kısa vadeli sermaye akımlarının etkileri ise aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Gelişmekte olan ülkelerin toplam rezervlerinin bileşimi sermaye hareketlerindeki değişim sonucu ciddi bir biçimde değişmiştir. Uluslararası sermayenin gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmesi rezervlerin dünya ölçeğindeki bileşimini geliştirmekte olan ülkelerin lehine değiştirmiştir.

- Sermaye hareketleri ilk aşamada cari açığı arttırarak tasarruf oranlarını azaltmıştır. Bunun doğal bir sonucu olarak da özel tüketim harcamaları artacaktır. Veriler incelendiğinde özel tüketim artışı gelişmekte olan ülkelerde ithal mallarının tüketiminde bir patlama yaratmıştır.
- Sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelerdeki para arzını reel ve nominal olarak artırmıştır.
- Sermaye akımının neden olduğu sonuçlardan birisi de gelişmekte olan ülkelerdeki gayrimenkul ve hisse senedi fiyatlarında aşırı bir yükselmenin yaşanmasıdır. Özellikle 1997’de yaşanan Asya Krizinde de etkisini gösteren bu süreç bazı piyasalarda malların değerinin aşırı ve beklenmedik bir biçimde yükselmesine neden olmuştur. Bu etkinin bir biçimde ortadan kalkması ise diğer bazı makro gelişmelerle de birleşince bu ülkelerin bazılarında finansal krizler ortaya çıkmaktadır.
- Sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerin döviz kuru üzerindeki etkileri konusunda ise ortada kesinlik kazanmış bir görüş bulunmamaktadır. Latin Amerika’da döviz kurlarının revalüasyonla karşı karşıya kaldığı fakat Güney Doğu Asya ülkelerinde ise döviz kurlarının genelde daha durağan olduğu dikkat çekmektedir.
- Finansal serbestleşmenin getiri oynaklığı etkisi konusunda farklı görüşler bulunmaktadır. Berksoy ve Saltoğlu (1998)’nin referans olarak gösterdiği Kim ve Singal getiri oynaklığının piyasa serbestleşmesinden sonra artmadığı görüşündedir. Yine Berksoy ve Saltoğlu tarafından referans olarak gösterilen De Santis ve İmrohoroglu ekonometrik GARCH metodunu kullanarak, finansal serbestleşmenin sonrasında oynaklık düzeyinde belirgin bir değişme olmadığı sonucuna varmışlardır. Oynaklık endekslerinin kullanılarak yapıldığı araştırmalarda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında bir fark olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu görüşün tersine, Berksoy ve Saltoğlu (1998) Levine ve Zervos’un çalışmasını referans göstererek oynaklığın serbestleşme sonucunda arttığı sonucuna varmıştır. ABD’nin gelişmekte olan ülke piyasalarındaki oynaklığı arttırıp arttırmadığı sorusu araştırıldığında bulgular ABD’deki portföylerin hala bu ülke içinde değerlendirildiği sonucunu ortaya çıkarmıştır. İkinci olarak da ABD’nin gelişmekte olan ülkelerde yapmış oldukları hisse senedi alım satımlarının getiri oynaklığına fazla katkıda bulunmadığı

sonucu ortaya çıkmaktadır. (Berksoy ve Saltoğlu, 1998) Akyüz ve Cornford (1999) ise “oynaklık” ile sermaye hareketleri arasında kesin bir bağlantı kurmakta ve gelişmekte olan ÷lkelerde 1990’lı yıllar boyunca yaşanan finansal krizleri de buna bağlamaktadır.



4. SERMAYE HAREKETLERİNİN KONTROLÜ

Geçen bölümde sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri üzerine etkileri incelenmiştir. Bu bölümde ise hükümetlerin bu hareketlere karşı gösterdiği reaksiyonlar ve alınan önlemlerde bahsedilecektir.

II. Dünya Savaşı'ndan sonraki gelişmeler sürecinde ortaya çıkan uluslararası finansal sistem içinde sermaye hareketleri ile ilgili küresel bir rejim bulunmamaktadır. Bunun yerine küresel seviyede doğrudan ya da dolaylı olarak uluslararası yatırım ve diğer finansal akımlar ile ilgili çeşitli anlaşma ve kurallar birbirine yamanmış bir yapı oluşturmaktadır. Anlaşma ve kurallar hala büyük ölçüde ülkelerin politik otonomilerine yer açmak amacındadır. Daha sınırlı sayıda ülkeden oluşan gruplarda (OECD, AET/AB ve BIS gibi) uluslararası finansal akımların serbestleştirilmesi ile ilgili daha detaylı rejimler bulunabilmektedir.

Sınır ötesi parasal işlemlerle ilgili tek küresel rejim IMF'nin anlaşma maddelerinde bulunmaktadır. Dolaylı yollardan sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine yönelik bir yapı oluşturulmasının gerekliliğine değinen IMF anlaşma maddeleri ayrıca sermaye kontrollerine dönüşe de izin vermektedir. Ancak bu kontrollerin cari işlemlerle ilgili ödemeleri engellememesi gerekmektedir. Dünya Bankası'nın uluslararası finans sisteminin yönetimi ile ilgili doğrudan bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Buna rağmen günümüzde yaşanan finansal krizlerde finansal sektörlerin ve düzenleme ve kontrol rejimlerinin geliştirilmesi için birçok ülkeye teknik ve finansal alanlarda destek olmaktadır. 1994'e kadar GATT de uluslararası finansal sistemin işleyişi ile ilgili çok sınırlı bir sorumluluğa sahip idi. Kuruluş, ödemeler dengesi açığı ile karşı karşıya bulunan ülkelerde IMF'nin de kararıyla "miktarsal kısıtlama"lara izin vermektedir.

Daha sınırlı üyelik yapısına sahip OECD, AET/AB ve BIS gibi kuruluşlarda sermaye akımlarına yönelik daha belirgin rejimler belirlenebilmektedir. 1961 OECD Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesine İlişkin Karar, üye ülkeler arasında serbest sermaye hareketine işaret etmektedir. Ancak sermaye işlemleri iki gruba

ayrılmaktadır. Bunun amacı daha hassas, potansiyel olarak spekülâtif yapıya sahip işlemleri diğerlerinden ayırmaktır. 1988 yılında AET/AB ülkeleri kendi sınırları içinde yaşayan kişi ve kuruluşlar arasındaki sermaye işlemlerinin önündeki engelleri kaldırmışlardır. Bununla birlikte, finansal kriz dönemlerinde oluşabilecek kısa vadeli sermaye akımlarını kontrol etmek, vergilendirme ve izleme mekanizmalarının uygun biçimde çalışmasını sağlayabilmek gibi ön şartlarla tekrar engellemelere gidilebilecektir. Söz konusu kararlar, aynı zamanda birlik ülkelerinin kendi aralarındaki serbestlik düzeyini üçüncü ülkelerle aralarındaki ilişkilerde de sağlamalarını amaçlamıştır. Sermaye hareketlerine getirilecek kısıtlamalar, tek para birimine geçme kararı ile birlikte sadece üçüncü ülkelere yönelik olarak uygulanabilecektir. Ancak konuyla ilgili düzenlemeler hala çeşitli bölgesel gruplaşmalarda ilgi alanı dahilinde bulunmaktadır.

Merkez bankalarının koordinasyonunu sağlamak için 1930'larda kurulan BIS özellikle 1970'lerle birlikte uluslararası bankacılık işlemlerindeki riski azaltmak amacıyla oluşturulan birçok yapının ortaya çıkmasında bir forum vazifesi görmüştür. Bu yapılardan en ünlüsü ulusal denetleyiciler arasında koordinasyonu ve düzenlemeyi sağlamak amacıyla oluşturulan "Basle Bankacılık Denetleme Komitesi"dir. Diğerleri arasında uluslararası bankacılık gelişmelerini denetleyen ve ulusal kreditor kaynaklarından alınan verileri konsolide eden "Küresel Finansal Sistem Komitesi", büyük ölçekli finansal transferlerin zamanında yerleştirilmesi amacını güden "Ödeme ve Yerleşme Komitesi" bulunmaktadır. Basle yapıları uluslararası sermaye hareketleri ile ilgili kural koymakla yükümlü olmasa bile finansal firmaların bireysel ve toplu biçimde sınır ötesi finansal etkilere karşı daha savunmalı olmasını sağlama amacı gütmektedir. Finansal kuruluşların menkul kıymet işlemleri söz konusu olduğunda IOSCO ile de sık sık birlikte çalışılmaktadır. (Akyüz ve Cornford, 1999)

Uluslararası finans ve sermaye hareketleri ile ilgili tartışma aslında iki ana problemin birbirlerine karşı konumlarından kaynaklanmaktadır. "Liberalizasyon problemi" bir ekonominin coğrafyası, nüfusu, teknolojisi, kaynaklarının durumu ve ulaşım maliyetleri gibi unsurlar tarafından sınırlanan "doğal" açıklığına doğru hangi derecede ve hangi hızda yönlendirilmesi gerektiğini incelemektedir. Kotaları, tarifeleri, yatırım engellerini, sermaye kontrollerini kapsamaktadır. Ticaretin mi

sermaye hareketlerinin mi, yoksa ikisinin eşanlı olarak mı serbest bırakılması gerektiğiyle ilgilenmektedir.

“Stabilizasyon problemi” ise enflasyonun, döviz kurundaki diğer kaybetmenin kontrol edilmesi ile ilgilenmektedir. Tasarruf, parasal kısıt ve döviz kuru stabilitesini içeren bir politikalar paketini gerektirmektedir. Söz konusu iki problem ve kullandıkları araçlar zaman zaman birbirlerinin önünü tıkayabilmektedir. Ticaretin aniden serbestleşmesi ithal ikame sektörlerde işsizliğin artmasına sebep olurken, sermaye hareketlerindeki serbestleşme fiyat istikrarı sağlamaya yönelik politikalara darbe vurabilmektedir. Sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar uygun politikalarla desteklenmeli ve bu politikaların yerine geçmemelidir.

Söz konusu hareketlerin düzenlenmesi ve kontrolünde iki önemli soru ortaya çıkmaktadır: “İstikrar (stability)” sağlanması için düzenlemeler şart mıdır? Düzenlemeler etkinliği azaltır mı? Bu noktada uygulanan düzenlemelerin üç farklı kategoride toplanabileceğinin belirtilmesi gerekmektedir:

- Finansal kuruluşlar tarafından alınan riski (sermaye yeterliliği, likidite ihtiyaçları vs.. gibi ölçütlerle) azaltmaya dönük “öngörülü düzenlemeler (predictive regulations)”
- Yatırımcıları (özellikle ticari bankalardaki mevduat sahiplerini mevduat sigortası gibi yöntemlerle) korumaya dönük “korumacı düzenlemeler (protective regulations)”
- Sistemsel zararları ve tutarsızlıkları azaltmaya dönük “sistemsel düzenlemeler” (prudential regulations). Bunlara ilk maddedeki “öngörülü düzenlemeler”in makro düzeydeki uygulamaları demek de mümkündür. Sermaye hareketleri üzerindeki çeşitli kontrol ve kısıtlamalar, spekülasyonu durdurmak için konulan vergiler bu gruba girmektedir.

Faiz oranlarının deregüle edildiği, finansal piyasalara girişin ve izin verilen işlemlerin çeşitliliğindeki artışın kolaylaştığı şartlarda etkin bir “öngörülü düzenlemeler” sisteminin oluşturulması gerekmektedir. 1980’lerde korumacı düzenlemelerde genişlemeye gidilmiş (mevduat sigortaları, finansal kurtarma operasyonları vs.); bu genişleme “öngörülü düzenlemeler”le dengelenmediği için bazı ülkelerde finansal parçalanmalara yol açmıştır. Günümüzde bu tür parçalanmalara yol açmamak için “öngörülü düzenlemelere” de önem verilmesi

gerektiği görüşü giderek yaygınlaşan bir konsensus kazanmaktadır. Öngörülü düzenlemeler genelde piyasalarda bunlardan kurtulmak için yeni yöntemleri de beraberinde getirmektedir. Açık bir ekonomik sistemde bu yöntemler ulusal düzeyden çok uluslararası düzeyde gerçekleşmektedir.

4.1 Risk Bazlı Sermaye Yeterliliği Standartları

Uluslararası bankacılık sisteminin kontrolüne dönük hassasiyetin ortaya çıkmasının sebebi, farklı ulusal düzenlemelerin ekonomik olarak aklanamayacak finansal işlemlere yol açabilmesidir. Büyük sermaye hareketlerinin arkasında sık sık “minimum rezerv zorunluluğu”, “sermaye ve likidite yeterliliği”, “yabancı döviz işlemlerine yönelik sınırlamalar” gibi parasal bazı düzenlemeleri geçersiz kılmak amacı yatmaktadır. 1988’de Onlar Grubu ve Lüksemburg Merkez Bankalarının yöneticileri tarafından imzalanan “Basle Anlaşması”, uluslararası bankalar için risk bazlı, genel bir sermaye yeterliliği standardı koymuştur. Bu standart ulusal rejimlerdeki farklılıklardan etkilenme eğilimine sahip uluslararası sermaye hareketlerini azaltma yönünde atılmış faydalı bir adım olmuştur.

Bankaların parasal spekülasyondaki payını azaltmak için, döviz cinsi işlemlere vergi konulması dışında uygulanabilecek diğer bir yöntem döviz açık pozisyonları karşılığında sıfır faizli mevduat ayırma zorunluluğunun getirilmesi olabilir. Bu yöntem bilanço kalemlerindeki açık pozisyon için geçerli olacağından, bankaların spekülasyon dışı uzun süreli uluslararası ticaret ve yatırım işlemlerinin maliyetini de arttırmayacaktır. Diğer bir yöntem ise bankaların açık pozisyonları üzerine sermaye zorunluluğu konulmasıdır. Bu uygulama “Basle Bankacılık Denetleme Komitesi’nin” standartları ile de uyuşacaktır.⁹

Sermaye yeterliliği konusunda “Basle Komitesi” iki tür yöntem ileri sürmüştür. Bunlardan birincisi, farklı para birimlerindeki uzun ve kısa pozisyonların toplamlarından büyük olanın yüzde sekizlik kısmı için sermaye ayrılmasıdır. İkinci yöntem ise döviz kurlarının geçmiş dönemdeki davranışlarından yola çıkılarak en kötü ya da en kötüye yakın senaryosu çerçevesinde bir simülasyon yapılmasını içermektedir. Sermaye yeterliliği her iş gününün sonunda geçerli olacaktır.

⁹ Komitenin amacı bankacılık sistemindeki piyasa riskini azaltmaktır. Açık pozisyonu sınırlamak yerine açık pozisyon karşılığı sermaye zorunluluğu getirmeyi tercih etmiştir. Bunun sebebi ikinci yöntemin bankaları finansal yönetimde riskin azaltılması amacıyla daha çok serbest bırakmasıdır.

Tüm bu uygulamaların AB içinde yaşanan krizler sonrası spekülasyonu yeterince engelleyemeyeceği düşüncesi ile sermaye yeterliliğinin sadece iş günü sonu değil gün boyunca geçerli olması gerektiği şeklinde görüşler de ortaya atılmıştır. Sürekli sermaye yeterliliği, işlemler üzerine doğrudan vergi konulması kadar olmasa da, interbank piyasalarda döviz cinsinden işlemlerin maliyetini arttıracaktır. (Akyüz ve Cornford, 1995)

Risk bazlı sermaye yeterliliği standardı kur spekülasyonlarındaki rollerini azaltmak için, uluslararası bankaların döviz alım satım işlemlerine de uygulanmalıdır. Bu, bankaların döviz açık pozisyonları üzerine sermaye tutma zorunluluğu getirilerek uygulanabilir. Böyle bir uygulama bankaların piyasa risklerini karşılayacak sermayeye sahip olmaları yönünde bir baskı getirebilir. Faiz yükümlülüğü olmayan rezerv zorunluluğu da bankaların döviz cinsinden açık pozisyon tutmamaları için kullanılabilecek, caydırıcı bir yöntem olabilir.

Öngörülü düzenlemeler önemli bankacılık merkezleri kadar offshore merkezlerini de kapsamalıdır. Yoksa, bu düzenlemeler bankacılık aktivitelerinin konum değiştirmesini destekleyici bir etkiye sahip olacaktır. 1960'lı ve 1970'li yıllarda böyle bir gelişme yaşanmış, bu ise önemli para ve sermaye piyasalarının rekabetçi deregülasyonunu beraberinde getirmiştir. Dolayısıyla söz konusu düzenlemelerin uygulamaya geçmesi kadar, bunların gerçek anlamıyla uluslararasılaşması, yani farklı ülkeler arasında farklı özelliklere sahip olmaması da önem taşımaktadır. Çünkü farklı vergi uygulamaları ve kanuni düzenlemeler aktivitelerin offshore merkezlerine kaymasına neden olabilmektedir.

4.2 Döviz Cinsi İşlemlerin Vergilendirilmesi

1970'lerin sonundan itibaren yabancı para işlemlere vergi konulması tekrar gündeme gelmiştir. Bu tür bir vergi spekülasyon eğilimini azaltacak, gerekli birikime sahip insanları spekülatif amaçlı finansal buluşlar (anlaşmalar, teknikler vs.) yaratmaktan caydıracaktır. Ancak, gelişmiş ülke para piyasalarının vergi politikaları konusunda deneyimi azdır. Parasal turbulans dönemlerinin yarattığı karlar, trader'ların vergi dezavantajını gözden çıkarabileceği büyüklüklere de ulaşabilecektir.

Diğer bir dezavantaj ise bankacılık sektörü ile ilgilidir. Bankalar çoğu zaman uluslararası ticaret ve yatırım işlemlerinde müşterilerinin finansal ve spekülatif

olmayan işlemleri için dışarıdan provizyon almaktadırlar. Döviz işlemlerine konulacak vergi bu tür işlemlerin de, spekülasyon ile ilgileri olmadığı halde, maliyetlerinin artmasına sebep olacaktır. Üstelik bankalar aynı zamanda müşterilerinin spekülatif olamayacak işlemleri için fiyatlama ve riski dağıtma amacıyla kendi aralarında da döviz cinsi işlemler yaparak, açık pozisyon oluşturabilmektedirler. Bankaların vergilendirme uygulamasından muaf tutulması için muaf tutulacak finansal kurumların bir listesinin oluşturulması gerekmektedir – ki finansal derinleşme ortamında bu ayırımı yapabilmek giderek güçleşmektedir. Interbank piyasada döviz cinsinden işlem yapan kurumların sayısının sınırlandırılması ve sadece bu kurumların konulacak vergiden muaf tutulması bir çözüm olabilir.

Döviz cinsi işlemlere getirilecek bir vergi uygulamasının, gelecekte döviz cinsi varlık elde etme hakkını içeren tüm işlem biçimlerini içermesi gerekmektedir. (Spot, Forward, Swap, Future ve Option işlemleri) Döviz opsiyonu sözleşmelerinin para piyasalarına doğrudan baskı uygulamadığı iddia edilebilir. Çünkü opsiyon sözleşmesi sadece daha önceden belirlenmiş bir kurdan alım satım yapma hakkını ifade edecektir. Ancak bu işlemlerin ya da herhangi bir başka işlem türünün vergi dışında bırakılması bu işlemlerin, döviz kurlarında büyük oynamalar yapmayı düşünen spekülâtörler tarafından birer araç haline getirilmesine sebep olacaktır.

Yakın geçmişte menkul kıymet piyasalarındaki fazla risklerin karşısında yeterli ve etkili önlemlerin alınmaması temelde spekülatif amaçlı kullanılan yüksek risk enstrümanlarının hızla artmasına sebep olmuştur. Öngörülü kanuni düzenlemelerin eksikliği, çeşitli kanuni kuruluşların da bilanço dışı işlemler yoluyla bu tür işlemlere girmesine yol açmıştır. Benzeri bir eğilim, günümüzde “türev ürünler” piyasası adı verilen, swap, future ve opsiyon gibi döviz ve faiz riskinin yönetimine yönelik enstrümanlar piyasası ile kendini göstermektedir. Bu piyasalardaki finansal riskin açık olmaması türev piyasalara şüpheli bir bakış açısını da beraberinde getirmektedir.

Öngörülü düzenlemeler finansal kuruluşların döviz cinsinden operasyonlarında spekülatif riskleri azaltsa da tek başına yeterli değildir. Sistemsel rahatsızlıkların ve tutarsızlıkların önüne geçmek için, özellikle vergilendirme sistemi yoluyla spekülasyonun, yani uzun vadeli sermaye hareketleri karşısında kısa vadeli hareketlerin önüne geçmek gereklidir. Keynes ve Tobin tarafından öne sürülen bu tür bir vergi uygulamasının etkili olabilmesi için uluslararası olarak üzerinde anlaşılmış,

tek tip bir uygulama olmalıdır. Bu uygulama kısa vadeli döviz kuru değişimlerini uzun vadeliye göre daha fazla maliyetli hale getirecektir. Sadece spot işlemlere değil, döviz işlemleri içeren türev ürünlere de uygulanmalıdır. Bankaların yukarıda anlatılan metodlarla açık pozisyon taşımaları caydırıcı kılındığı sürece interbank piyasalarındaki döviz alım satımları bu tür bir vergiden muaf tutulabilir. (Akyüz ve Cornford, 1995)

4.3 Sermaye Hareketleri ile İlgili Uygulamalar

1950'ler ve 1960'lar boyunca OECD ülkeleri para politikasının rutin bir aracı olarak, yoğun bir biçimde sermaye kontrollerini kullanmışlardır. 1970'lerin başlarından itibaren kaldırılmaya başlanan söz konusu kontroller günümüzde gelişmiş ülkelerde para politikasının merkezinde bulunmamaktadır. Uluslararası ekonomik alanda sermaye liberalizasyonunun doğuşu 1961 yılında OECD'nin kurulmasıyla gerçekleşmiştir. OECD antlaşmasının 2. makalesinde “üyelerin hem bireysel ve hem de birlikte,... mal ve hizmet değiş tokuşunun, cari ödemelerin önündeki engelleri kaldırmak ve azaltmak yönünde çaba sarfetmesi ve sermaye hareketlerinin liberalizasyonu”ndan bahsedilmektedir. “Sermaye akımların önündeki engellerin kaldırılmasının altında yatan amaç uluslararası ticaretten fayda sağlamak, doğrudan yatırımların beraberinde getirdikleri vasıf ve teknolojiyle birlikte büyümenin itici gücü konumuna gelmesini; bireylere ve kuruluşlara dış pazarlara ulaşma hakkı tanıyarak daha geniş finans ve yatırım imkanlarına kavuşmalarını sağlamaktır.”

Ancak gelişmekte ülkeler ve uluslararası kuruluşlar henüz sermaye kontrollerini mal ve hizmet ticaretine konan engeller kadar zararlı görmemektedir. IMF'nin anlaşma maddeleri ticaret kısıtlamalarına tavrı alırken sermaye kontrollerine göz yummaktadır. Uruguay Görüşmeleri de dahil olmak üzere gerçekleştirilen çok taraflı görüşmelerde mal ve hizmet ticaretine yoğunlaşılırken sermaye kontrolleri gözardı edilmiştir.

ABD'nin bazı gelişmekte olan ülkelere, özellikle Doğu Asya ülkelerine empoze etmeye çalıştığı sermaye kontrollerini gevşetme önerisi genelde şüpheyle bazen de dirençle karşılanmaktadır. Bu tavrın altında ise geleneksel milliyetçi düşüncelerden öte mikroekonomik ve makroekonomik argümanlar yatmaktadır. Sermaye hareketliliğinin sonucunda ulusal otoritenin para politikası üzerinde (belli bir miktar) güç kaybedeceği, ekonominin dış şoklara karşı daha savunmasız kalacağı

tartışılmaktadır. Politika üretkenlerin döviz kuru rejimi seçeneğinin kalmayacağı, fazla borçlanma nedeniyle Latin Amerika krizi benzeri borç krizlerinin yaşanabileceği, reel döviz kurunun tutarsızlaşacağı konularında da çekinceler bulunmaktadır. Tüm bu tartışmalar liberalizasyon ve stabilizasyon reformlarının en uygun hızda ve biçimde aşamalandırılması noktasında bir mutabakata doğru ilerlemektedir.

Her ne kadar sermaye hareketleri için geliştirilen rejimler konusunda çeşitli ülkeler arasında farklar bulunsa da OECD ülkeleri arasında serbestleşme (liberalization) uzun vadeli bir eğilim olarak ortaya çıkmaktadır. Uluslararası para piyasalarında dengesizlik periyodları yaşandığında geniş çaplı kısıtlamalar getirilse de şartlar iyileştiğinde uygulanan politikalar da gevşemektedir. Son yıllarda özellikle Latin Amerika, Güney ve Güneydoğu Asya'nın gelişmekte olan ülkeleri arasında serbestleşme yönünde çok önemli politika değişimleri olmuştur. Ancak söz konusu ülkeler özellikle içe yönelik sermaye hareketlerinin patlamasının yan etkilerini engellemek amacıyla çeşitli sınırlamalar tasarlamaktadır.

OECD kuralları ya da AET/AB direktifleri gibi çok ülkeli anlaşmalar yanında NAFTA (Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması) ya da “Dostluk, Ticaret ve Kılavuzluk Anlaşmaları” da (Treaties of Friendship, Commerce and Navigation) uluslararası sermaye transferlerini kapsamına almaktadır. İkinci grup anlaşmalarda genelde yabancı doğrudan yatırımcıların işe giriş, vatandaşlık, çeşitli iş dallarında faaliyet gösterebilme, mal sahibi olabilme, patentler, vergiler, tasarruf ve sermayenin havalesi, kamu firmalarıyla rekabet, kamulaştırma veya ulusallaştırma gibi konularda haklarını düzenleyen şartlar yer almaktadır. Bu tür anlaşmalarda taraflardan biri gelişmekte olan bir ülke ise anlaşmanın, dış ödemelerin serbestliği üzerinde ne derece etkili olabileceği tahmin edilmesi güçtür. Büyük ihtimalle bu etki çok önemli boyutta olmayacaktır. OECD ülkeleri için çok taraflı anlaşmalar “Dostluk, Ticaret ve Kılavuzluk Anlaşmaları”nın yerini almıştır.

Keynes'in planına göre bir “uluslararası takas birliği” (International Clearing Union) uluslararası sermaye hareketlerinin kontrolünü sağlayacaktır. Burada dikkat edilmesi gereken konu, kredi veren ülkeler tarafından sağlanan, uluslararası dengeyi koruyan ve küresel kaynakların gelişmesini sağlayan uzun vadeli borçlar ile borç alan ülkelerden çıkan ve finans amacı olmayan fon hareketlerini ayırabilmektir. Diğer bir amaç ise kısa vadeli spekülasyon hareketlerin borç alan ya da kredi veren ülkelerden diğerlerine uçuşunu kontrol etmektir. Kısa vadeli spekülasyon ve spekülasyon olmayan

sermaye hareketleri birbirlerinden ayırmak ise zaman zaman güç olmaktadır. Keynes'in görüşleri kısa vadeli ticaret anlaşmalarını da spekülâtif olarak görmesi sebebiyle eleştirilebilmektedir. (Akyüz ve Cornford,1995)

4.3.1 Avrupa'daki Uygulamalar

AB ülkeleri arasındaki sermaye hareketleri rejimi 1988 Konsil Direktifleri ile 1960'larda konulan direktiflere kıyasla tamamen liberalizasyona yönelik bir şekil almıştır. 1991 Roma Anlaşması da aynı eğilimi desteklemiştir. Ekonomik ve parasal birliğin üçüncü aşamaya, yani tek bir para birimine geçilmesiyle birlikte bu ülkeler arasındaki sermaye hareketleriyle ilgili olarak herhangi bir rejime gerek kalmayacaktır. Ancak bu blokla dünyanın diğer ülkeleri arasında sermaye hareketleri devam edecektir.

1988 Konsil Direktiflerine bakıldığında sermaye hareketleriyle ilgili kısıtlamaların, kısa vadeli spekülâtif hareketlere yönelik önlemleri tamamen etkisiz kılmayacak şekilde, kaldırıldıkları görülmektedir. Ayrıca Birlik üyesi ülkelerin kendi aralarında ve üçüncü ülkeler ile olan ilişkilerinde aynı derecede liberalize olmaları desteklenmektedir. Buna göre kısa vadeli hareketlerin parasal politikalara ve kur politikalarına yaptıkları olumsuz etki temel ekonomik göstergeler açısından farklı olmayan ülkeler arasında da gerçekleşebilmektedir. Gerek kendi, aralarındaki gerekse de üçüncü ülkelerle aralarındaki söz konusu sermaye hareketlerinin zarar verici boyutlara ulaşması durumunda, ilgili ülkelerin de danışmanlığına giderek duruma müdahale edilmesi hakkı Komisyon'a verilmektedir.

Komisyon'un koruyucu önlemler alınabilecek sermaye işlemlerinden oluşan listesinde para-piyasa enstrümanlarıyla ilgili işlemler, kısa vadeli finansal kredi ya da borçlar, borç şeklindeki kişisel sermaye hareketleri, para-piyasa enstrümanlarının, ödeme araçlarının ve diğer kısa vadeli sermaye hareketlerinin fiziksel ithal ve ihracı gibi işlemler yer almaktadır.

Roma Anlaşması da tüm üye ülkeler arasında önyargıların aşılacak karşılıklı sermaye hareketleri önündeki tüm engellerin kaldırılmasını hedef almıştır. Sadece uluslararası sermaye hareketleri nedeniyle herhangi bir üye ülkenin sermaye piyasaları işlemez olur ya da ciddi ödemeler dengesi sorunları yaşanırsa koruyucu önlemlere başvurulabileceği belirtilmektedir. Ancak bu önlemler ekonomik birliğin üçüncü aşaması olan tek para birimine geçilmesinden sonra Komisyon'un yetkili bir

çoğunluğu tarafından uygun görülürse, Avrupa Merkez Bankası'ndan danışmanlık alınarak uygulanabilecektir. Ayrıca bu önlemler üçüncü ülkeler söz konusu ise 6 aydan uzun süremeyecektir. Maastricht Anlaşması da üye ülkelerin kendi aralarındaki ve üçüncü ülkelerle aralarındaki sermaye hareketlerini sınırlayan engelleri yasaklamış; ancak yıkıcı sermaye akımlarına karşı şartlar varolmaya devam etmiştir.

1960 ve 1962 yıllarındaki direktifler uluslararası sermaye işlemlerini dört ayrı gruba ayırmakta ve her grup için özel liberalizasyon yükümlülükleri getirmekte idi. 1972 Mart'ındaki bir direktif üye ülkelerin, sermaye hareketlerinin kontrolü ve yerel likiditeye zararlı etkilerini nötralize etmek için bazı araçları kullanabileceklerini belirtmişti. Bu araçlardan bazıları; para piyasalarındaki yatırımları, yabancıların mevduatları üzerine yapılan ödemelerini yönetecek kuralların konulması, ticari işlemlerle ilgisi olmayan borçların ya da kredilerin düzenlenmesi, kredi kuruluşlarının net dış pozisyonlarının denetlenmesi, minimum rezerv oranlarının özellikle de yabancıların elde tuttıkları değerler için ayarlanması olarak sıralanabilir. Ancak 1972'deki bu kararlar o dönemde para piyasalarında yaşanan istisnai türbülansın etkilenmiş olup 1988 kararları ile yürürlükten kaldırılmıştır.

1990'ların ilk yarısında ise uluslararası sermaye hareketlerine yönelik politik tavır bizzat bu hareketlerin büyüklüklerine bağlı olarak, parasal turbulans dönemlerinden sonra en güçlü hale gelecek biçimde değişmiştir. Örneğin; 1992 sonbaharında yaşanan parasal panik döneminden sonra İspanya, İrlanda ve Portekiz gibi ülkeler geçici süreler için kontrol uygulamalarına geçmişlerdir. 1993 yazında para piyasalarında yaşanan spekülasyon baskıları ise AB Maliye Bakanları'nın "Döviz Kuru Mekanizması" içerisinde kurlardaki dalgalanma bandını merkezi kurun etrafında eksi ve artı %15'e çıkarmalarına sebep olmuştur. Böylece ilgili ülkelerin parasal politikaları uygulamak için daha fazla özgürlüğe sahip olmaları düşünülmüştür. Doğrudan sermaye kontrollerine geri dönmek yerine dolaylı bir yöntem seçmiş olmaları dikkat çekicidir.

Ülkeler "Parasal Birlik" kurmak yoluyla karşılıklı döviz kurlarını sabitleyerek uluslararası sermaye piyasalarının yarattığı sorunları engelleyebilirler. AB, Maastricht Anlaşması ile "Parasal Birlik"e geçiş karar vermiştir. Birlik ile dış ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin söz konusu tek para birimi (Euro) üzerinde periyodik baskılar yaratması muhtemeldir. Maastricht Anlaşması'nda söz konusu

ihtimal gözönüne alınmış ve sermaye hareketlerinin birliğin operasyonları önünde ciddi güçlükler yaratması durumunda sınırlı ölçüde de olsa koruyucu önlemler alınmasına karar verilmiştir. Bu, uluslararası sermaye hareketlerini kısıtlama konusunun parasal birliğe geçişten sonrası için de hala ilgi alanında bulunduğunu göstermektedir.

Maastricht Anlaşması, üye ülkeleri parasal birliğe geçişte oluşan yıkıcı sermaye hareketlerine karşı önlem almada serbest bırakmıştır. Fakat, üye ülkelerin geleneksel makroekonomik enstrümanlara dönüşünün ekonomik yakınlaşma kriterleri ile uyuşup uyuşmadığı tartışma konusu olmuştur. Döviz kurları ile ilgili kritere göre, bir ülkenin ciddi baskılara uğramadığı iki yıl boyunca “Döviz Kuru Mekanizması (ERM)” içinde merkezi kurun belli bir yüzde ile altında ya da üzerinde bulunan bandı aşmaması gerekmektedir. Üstelik aynı dönem içinde hiçbir diğer ülke ile karşılıklı olarak merkezi kur ülkenin kendi insiyatifiyle devalue edilmemelidir. Faiz oranları ile ilgili kritere göre, ortalama nominal uzun vadeli oranlar, AB’nin en iyi fiyat stabilizasyonu gerçekleştiren, en fazla, üç ülkesinden yüzde iki puan fazla olmamalıdır. Kamu açıkları ile ilgili kritere göre ise, planlanan ya da gerçekleşen kamu açığının piyasa fiyatları ile GNP’ye oranının yüzde üçü geçmemesi ve kamu borcunun piyasa fiyatları ile GNP’ye oranının yüzde 60’ı geçmemesi gerekmektedir.

Döviz kurundaki ciddi aşağı yönlü baskılar ülkeleri bir politik çıkmaz içerisine sokabilecektir. Kurun mekanizma içindeki normal dalgalanma bandının dışına çıkmaması gerekmektedir. Merkezi kurun devalue edilmesi yasaktır. Kısa vadeli faiz oranlarının artırılması bu durum için kullanılabilecek geleneksel bir politika aracıdır. Ancak kısa vadeli oranlardaki artış aynı zamanda uzun vadeli oranlarda da yükselişe sebep olabilir ve bu da kriterlere aykırıdır. Ayrıca faiz oranlarının artırılması kamu açıkları ile ilgili kritere yönelik de bir tehdit yaratacaktır. Maastricht Anlaşması’nın sermaye hareketlerini ölçek ve zaman bakımlarından sınırlı da olsa serbest bırakması, spekülasyon sermaye hareketlerinin sınırlandırılmasını kriterlere sadık kalmak için geriye kalan tek yöntem olarak bırakmaktadır. (Akyüz ve Cornford,1995)

4.3.2 Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Uygulamalar

1990’ların başında portföy yatırımları konusunda uzun vadeli amaçlar güden gelişmekte olan ülkeler, bazı Asya ve Latin Amerika ülkelerinin yaşadıkları büyük sermaye girişlerinin ardından politikalarını değiştirmiştir. Bu tür sermaye girişleri, ev

sahibi ülkenin kuru üzerine yukarı yönlü bir baskı uygulamakta, bu ise ülkenin rekabetçi gücü ve ticarete konu olan mal ve hizmet alanlarında doğrudan yabancı yatırımı cezbetme konularında dezavantaj yaratmaktadır. Sonuçta ya para arzı arttırılmakta ya da devlet borçlanması gidilmektedir. Üstelik sermaye girişleri kolayca tersine dönebilmekte ve makroekonomik yönetimi imkansızlaştırarak ekonomik tutarsızlığa neden olabilmektedir.

Dolayısıyla sermayeye ev sahipliği yapan bu ülkeler sermaye hareketlerine bakış açılarını değiştirmiş, doğrudan kısıtlamalar ya da şevk kırıcı önlemlere geri dönmüşlerdir. Örneğin, dış bono ve hisse işlemlerinde minimum şartlar konmuş (Şili), bankaların döviz cinsinden yükümlülükleri (Meksika) ya da yabancıların kısa vadeli yükümlülükleri (Endonezya) üzerine sınırlamalar getirilmiş, özel firmaların dış borçlanmalarını yavaşlatmak için sıralama sistemi yürürlüğe sokulmuştur (Endonezya). Dış borçlanmanın karlılığını azaltmak için yürürlüğe konan politikalardan bazıları, sermaye hareketleri için özel rezerv yükümlülüklerinin konması (Şili), merkez bankası ile swap işlemlerinin maliyetinin arttırılması, ulaşılabilirliğinin azaltılması (Şili, Endonezya), nispeten düşük getirili ancak bankalar tarafından döviz cinsi yükümlülüklerle finanse edilen varlıkların sınırlandırılması (Meksika) şeklinde sıralanabilir. Sermaye çıkışları ise teşvik edilmiştir (Şili, Tayland, Meksika).

Bu kısıtlamalar söz konusu ülkelerin uzun vadeli, daha fazla finansal açıklık amacına ulaşmalarına engel teşkil etmemektedir. Ancak finansal açılma, makroekonomik yönetim açısından gerekli görüldüğü zamanlarda ya da uluslararası rekabet tehdit altına girdiğinde, tıpkı OECD ülkelerinin 40 yıldır uluslararası akımlarını aşama aşama serbest bırakırken yaptığı gibi, sermaye girişlerini kısıtlama kartına ihtiyaç duyacaktır. (Akyüz ve Cornford, 1995)

Ayrıca bu akımların sınırlandırılmasında eskiden olduğu gibi sadece sermaye çıkışları değil sermaye girişleri de hedeflenmektedir.

4.3.3 Makroekonomik Politikalar:

Uluslararası spekülative sermaye hareketlerini ve ardından gelen parasal piyasa düzensizliklerini engelleme konusuna iki önemli yaklaşım bulunmaktadır. Bunlardan birincisi özellikle UNCTAD yönetimi tarafından desteklenen ve amacı küresel karşılıklı bağlılığın makroekonomik ölçüde daha iyi yönetimi olan bir yaklaşımdır.

Bu politika sadece faiz oranlarının ve döviz kurlarının değişkenliğini azaltmayı değil, aynı zamanda dış ödeme pozisyonundaki ülkeler arasında sürdürülebilir bir yapıyı ve politik tutumlarındaki deflasyonist ya da enflasyonist sapmaları engellemeyi hedeflemektedir. Söz konusu yaklaşım devletlerin, topluma ilan edilecek, uluslararası alanda da kabul edilecek ve yüksek aktivite ve istihdam koşullarında sürdürülebilecek bir döviz kuru yapısını savunmasını gerektirmektedir. Aynı zamanda OECD ülkelerinin önemli makroekonomik değişkenlerle ilgili kabullere uygun davranıp davranmadıklarını yakından takip etmek gereklidir.

IMF ve OECD tarafından tartışılan diğer bir yaklaşım ise kur stabilizasyonu yoluyla önemli OECD ülkelerinin ekonomik performans ve makroekonomik politikalarının yakınlaşmasına öncelik tanımaktadır. Amaç, fiyat istikrarı ve kamu açıklarıyla ilgili hedeflerin tutturulmasıdır –ki bu da Maastricht Anlaşması’nda konulan politik yakınlaşma hedefleriyle uyumludur. (Maastricht Anlaşması ise parasal birliğe geçişte AB üyesi ülkelerin sahip olması gereken kriterleri belirlemektedir.) Yaklaşımın, savunucularına göre, avantajı geniş politik koordinasyonu çok fazla gerektirmemesidir. Bu tip bir koordinasyonun oldukça güç bir amaç olduğu bilinmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler için uluslararası ödemeler IMF’nin ilgi alanına girmektedir. IMF ilgili ülkelere uluslararası sermaye işlemlerinin düzenlenmesi konusunda büyük serbestlik tanımaktadır. Gelişmekte olan ülkeler tarafından kullanılan ölçütler ya da kullanılabilecek olan vergi benzeri kısıtlayıcı önlemler bu ülkelerin uluslararası yükümlülükleriyle çelişmemektedir. Bu alanda OECD ülkelerinin yükümlülükleri daha kısıtlayıcıdır. “OECD Sermaye Hareketlerinin Liberalizasyonu Kuralları” altında uluslararası sermaye hareketlerini doğrudan sınırlama veya yasaklama, yine kuralların izin verdiği birkaç özel durum dışında imkansızdır. Fakat dolaylı olarak bu işlemlere girenlerin ayrımcılık yapılmaksızın, geniş bir kesim için, maliyetlerinin arttırılması söz konusu kurallar dahilinde mümkündür. Bu, yukarıda bahsedilen işlemlerin vergilendirilmesi ve net açık pozisyonları karşılığında sermaye yeterliliklerinin belirlenmesi yöntemleri için de geçerlidir.

Vergilendirme yöntemi AB ülkelerini bağlayan çeşitli Direktifler ve Maastricht Anlaşması çerçevesinde zorlaşmaktadır. Çünkü bu anlaşmalar spekülasyon sermaye hareketlerinin yıkıcı etkilerine karşı kısa vadeli koruma yöntemlerine izin vermekle birlikte, kalıcı yapıdaki bir vergilendirme politikasını, ayrımcılık söz konusu olmasa

bile, kabullenmeyecektir. Açık pozisyon karşılığı konulabilecek sermaye yeterlilikleri ise AB'nin üye ülkeler bankacılık düzenlemelerini uyumlu hale getirme amacıyla ortaya koyduğu kendi programında da yer almaktadır. Dolayısıyla bu tür bir yöntem sermaye hareketleri ile ilgili 1988 Direktifleri ve Maastricht Anlaşması koşulları altında da ciddi bir biçimde parasal spekülasyona karşı uygulanabilir. (Akyüz ve Cornford, 1995)

Sermaye kontrolleri pratikte her zaman sermaye hareketlerinin önüne engel oluşturamamaktadır. Latin Amerika'da yaşanan borçlanma krizi ortaya çıktığında bu ülkede gerçekleşen büyük sermaye hareketleri toplumun uygun avantajlar sağlayacağını hissettiği zaman sermayeyi hareket ettirmek için çok yaratıcı yöntemler bulabildiğini göstermektedir. “Yarı açık ekonomi” terimi pekçok araştırmacı tarafından vergi, lisans ve mevduat kısıtlamalarının sermaye hareketlerini etkin biçimde engellediği ülkeler için kullanılmaktadır.



5. 2000'LERİN DÜNYA EKONOMİSİ VE SERMAYE HAREKETLERİNİN ÖNEMİ

2000 sonu - 2001 yılı başında yaşanan gelişmelerin değerlendirildiği UNCTAD raporu dünya ekonomisi için tehlike sinyalleri vermektedir. Buna göre, ABD ekonomisinin büyümesinde yaşanan yavaşlama ve beraberinde tüm gelişmiş ülke ekonomilerinin yavaşlaması; gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları ekonomik şoklara karşı korunaksız halde iken dünya ekonomisi için tehdit oluşturmaktadır.

2000 yılında petrol fiyatlarında yaşanan yükselmeye rağmen (Ekim 2000'de petrolün varil fiyatı 35 ABD dolarına ulaştı) dünya ekonomisi %4 büyüme ile Asya krizinden bu yana en yüksek oranı yakalamış bulunmaktaydı. Ancak 2001 yılında 2000'in tersine ABD'ndeki ileri teknoloji yatırımlarından kaynaklanan büyümenin hızı kesilmiş ve tekrar hızlanma ümitleri de azalmıştır. Bu durumda 2000 yılında on yıldır ilk defa %3 büyüme eşiğini aşan Avrupa dünya ekonomisi için bir umut olarak ortaya çıkmaktadır. Ancak ABD'deki bir durgunluktan büyümesinin önemli bir kısmını ihracattan sağlayan Avrupa'nın da etkileneceği kuşkusuzdur. Üstelik Avrupa Merkez Bankası'nın enflasyon korkusu ile dolu açıklamaları büyüme potansiyelinin bulunması için para politikalarını uygulamaya hevesli olmadığını ortaya koymaktadır. Japonya ekonomisi de 2000'de durgun kalmış olup 2001 için de umut vermemektedir. ABD durgun bir dönem yaşarken Japon ekonomisinin de canlanması ancak iç talebin uyarılmasıyla mümkündür – ki varolan yüklü kamu borçları ile bunun uygulanabilmesi de güçtür.

2000 yılında Kore, Malezya ve Brezilya gibi daha önceki yıllarda kriz yaşamış ülkelerin petrol fiyatlarındaki yükselmeye rağmen en hızlı büyümeyi yakalayanlar arasında bulundukları görülmektedir.

2001 yılı için ise dünya ekonomisinde oluşabilecek ani bir yavaşlamanın bu ülkeleri de etkileyeceği kuşkusuzdur. ABD'deki yavaşlama ihracatının %80'ini kuzey sınırının ötesine yapan Meksika için önemli bir etkiye neden olacaktır.

Tablo 5.1 Kriz ülkelerinin 2000 yılı performansları (UNCTAD, 2001)

	Bunalım yılı	2000
Brezilya	-0.1 (a)	4.0
Endonezya	-13.0 (a)	5.2
Hong Kong (Çin)	-5.1 (a)	10.4
Kore Cumhuriyeti	-6.7 (a)	9.3
Malezya	-7.4 (a)	8.7
Meksika	-6.6 (c)	7.0
Rusya	-4.9 (a)	7.6
Singapur	0.4 (a)	10.4
Şili	-1.1 (b)	5.7

* a 1998; b 1999; c 1995

Asya ekonomileri de ihracata dayalı büyüme potansiyellerinden ötürü muhtemel durgunluktan olumsuz etkilenecektirler. Bazı ekonomiler ise doların değer yitirmesinden ve faiz hadlerinin azalmasından faydalanabilir. Kurlarını dolara sabitlemiş olan Latin Amerika ve Asya ülkeleri ihraç mallarında üçüncü ülkelere göre rekabet avantajı kazanırken faiz oranlarındaki azalma ile birlikte borç ödemelerinin yükünü azaltacaklardır.

Aşırı borçlanma durumu ve sermaye girişlerine bağımlılık, dünya ekonomisinde yaşanabilecek belirsizliğin gelişmekte olan ülke risk primlerinin artmasına, bu ülkelerin yeniden değerlendirilmelerine ve dolara kaçışa neden olabilir. Sorun esas olarak istikrarsız uluslararası sermaye hareketlerinin giderek sıklaşan ve ağırlaşan dış ödeme krizlerine yol açmasıdır.(Somel, 2001)

2000 yılında gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketleri 1999'a kıyasla çok artmamıştır. Geçen yıl sermaye girişi kanallarının birçoğunda miktar azalması olmuştur. Sadece banka kredileri seviyesini korumuştur. Latin Amerika esas itibariyle uluslararası tahvil ihraçları yoluyla yabancı sermaye girişini arttırmayı başarmıştır. Mevcut belirsiz şartlarda gelişen piyasalara sermaye girişinin fazla artması mümkün görünmemektedir.

UNCTAD raporu 2001'de dünya ekonomisinin yavaşlamaması için gelişmiş ülkelerin eşgüdümlü bir şekilde ekonomik büyümeye öncelik vermeleri gerektiğini belirtmektedir. G3 ülkelerinin büyüme sağlayacak politikalar öngörmesi zayıf durumdaki ekonomilerin de küreselleşmenin vaad edilen faydalarından yararlanabilmesi için önem taşımaktadır. Gelişmiş ülkeler ve güdümlemlerindeki

finansal kuruluşlar genelde sermaye alan az gelişmiş ülkelerin iç finansal düzenlemelerine yoğunlaşmaktadır. Oysa ki sistemsel sorunlar mevcuttur.

Rapor, finansal düzenin ıslahı için çeşitli öneriler sunmaktadır. Bunlardan bazıları; alacaklı ülkelerin borç krizini durumlarında borçlu ülkelere daha eşitçe muamele yapması, acil kredi verirken koşulan şartların borç alan ülkede ekonomik politikaları sınırlamaması, önde gelen gelişmiş ülkelerin makroekonomik politikalarının çok taraflı ve yakından takip edilmesidir.

Bunalıma yol açan kısa vadeli sermaye hareketleri için çeşitli denetim yöntemleri bulunmaktadır. Örneğin, az gelişmiş ülkede bankaların dışarıdan aldıkları kredilerin Merkez Bankası veya başka bir kurum tarafından denetlenmesi ve sınırlandırılması, portföy yatırımlarında yapılmış olan bir plasmanın tekrar likidite edilmesi için asgari bir süre geçmesinin şart koşulması, plasmanlarda ve döviz işlemlerinde muamele vergilerinin uygulanması, oranlarının yükseltilmesi gibi..

Uluslararası sermaye akımlarını sermaye talebinden çok sermaye arzı yönlendirmektedir ve bu akımların dalgalanmalarını denetleyecek bir mekanizma kurulamamıştır. Bu durumda sadece finansal mevzuatları ve standartları iyileştirmek, borçlanan ülkeleri krizden korumak için yeterli olmamaktadır. Gelişen piyasalarda yaşanan büyük krizlerin neredeyse tümü gelişmiş ülkelerdeki kur ve para politikası değişiklikleri ile bağlantılı olarak ortaya çıkmıştır. Rapora göre sorunun esası Bretton Woods düzeninin dağılmasından sonra istikrarlı bir kur sisteminin kurulamamış olmasıdır. Kur istikrarsızlığı, gelişmiş ülkelere kıyasla, dış ticarete daha çok bağımlı olan ve dış borçları olan gelişmekte olan ülkelere çok daha fazla zarar vermektedir.

Şimdiye kadar gelişmekte olan ülkelere yapılan tavsiyeler, optimal kur rejimi üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu konuda görüşler, kuru bir rezerv paraya sabitleme (dolarizasyon) ile dalgalanmaya bırakma gibi zıt iki noktada toplanmaktadır. UNCTAD raporu ise farklı bir görüştedir. Ayarlanabilir sabitlenmiş kurda olduğu kadar, dalgalanmaya bırakılan kur rejiminde de kriz ortaya çıkabilir. Para kurulu rejimi dış ödemelerde kriz ihtimalini azaltırken banka krizi ihtimalini arttırmaktadır. Rapor, rezerv paralar arasındaki kurlar sık sık dalgalanıp dengeli bir ticaretle bağdaşmaz değerlerde duraklarken ve ülkeler arası sermaye akımları son derece istikrarsız iken gelişmekte olan ülkeler için sürdürülebilir en uygun bir kur rejiminin mevcut olmadığı görüşündedir.

Buna göre, başlıca üç büyük rezerv para arasındaki kurlar için gerektiğinde ayarlanabilir dalgalanma aralıkları saptanmalıdır. Rezerv para ülkeleri, eşgüdümlü müdahale ve makroiktisadi politikalar ile bu hedeflenen kurları korumayı taahhüt etmelidir. Gelişmiş ülkelerin makroiktisadi politikaları üzerinde özellikle bu politikaların fakir ülkelere etkileri açısından çok taraflı gözetim uygulanmalıdır. Dünya finansal düzeninde yaşanan aksalamalar ve istikrarsızlık çözülemediğine göre gelişmekte olan ülkeleri koruyacak bölgesel düzenlemeler yapılmalıdır. Bir başka deyişle, UNCTAD gelişmekte olan piyasalardaki krizlerin çözümü için gelişmiş ülkelerin de sorumlu davranmaya başlamasını gerekli görmektedir.

UNCTAD raporu yakın dönemde yaşanan finansal bunalımlarda, örneğin Asya krizinde uluslararası tepkinin yetersiz kaldığını, bunalımdan kurtarma programının da ulusal paraları spekülâtif saldırıdan korumak ya da ithalatın devamını güvence altına almaktan çok alacaklıların taleplerini karşılamayı ve sermaye transfer serbestisini sürdürmeyi amaçladığını ortaya koymaktadır. Kurtarma programlarının özel kesimdeki alacaklıların borç verirken yüklendikleri rizikoların sonuçlarına katlanmaktan kurtararak piyasa disiplini zedeledikleri ileri sürülmektedir. 1997'nin başından bu yana uluslararası bankaların gelişmekte olan piyasalara kredi verirken yılda 20 milyar dolardan fazla risk primi aldığı; bununla birlikte bu bankaların sözü edilen dönemde bu piyasalarda maruz kaldığı birikimli zarar toplamının 60 milyar dolar tuttuğu hesaplanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal kriz olduğunda özel kesim alacaklılarına olan borcu ödeme külfeti bu ülkelerdeki vergi mükelleflerine yüklenmektedir. Çünkü çoğu zaman bu özel kesim borcunun sorumluluğunu devlet üstlenmek zorunda kalmaktadır.

Rapor, kredi veren ülkelerde bile faydası tartışılmakta olan kurtarma operasyonları yerine, finansal saldırıya uğramış ülkelerin geçici olarak borç ödemelerini durdurmasını ve bu süreçte yeni bir borç ödeme planı yapabilecek zamanın kazanılmasını; aynı zamanda kelepir fiyata tesis talanının önünü almayı öngörmektedir. Krizin çözümüne özel kesimin katılımını sağlamaya yönelik stratejide borç ödemelerini askıya almayı ve Uluslararası Para Fonu kaynaklarından yararlanmayı kısıtlamayı bir arada uygulamak gerektiğini öne sürmektedir. Buna yönelik olarak Uluslararası Para Fonu temel anlaşmasında değişiklikler yapılması, borç ödemelerinin askıya alınmasına yönelik karar alacak bağımsız bir panelin oluşturulması, Fon kaynaklarının finansal krizlerle başa çıkabilmek için

kullanılmasının zorlaştırılırken konj nkt rel ya da zorlayıcı sebeplerle ortaya çıkan cari işlemler açıklarını karşılamak için kullanılmasının kolaylaştırılması ve Fon'un kaynaklarının yeniden düzenlenmesi önerilmektedir. Büyük  l ekli destek ve kriz kredileri borçlu ülkenin borçlarını ödemeye devam ettirmek amacına sahip olduğu için, özel kesimi bunalımın  z m ne dahil etmek ve külfeti paylaşmak amacıyla çelişkili bulunmaktadır. (UNCTAD Ticaret ve Kalkınma Raporu, 2001)



6. TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ

6.1 Osmanlı'da Dış Kaynaklar

Üretimin çok büyük çoğunluğunun tarıma dayalı olduğu Osmanlı İmparatorluğu'nun ancak son 50-60 yılında önemli bir sermaye birikimine sahip olduğu görülmektedir. Ancak bu birikimin büyük çoğunluğu azınlıklar ve yabancı sermaye egemenliğinde kalmıştır. Osmanlı'da dış borçlar, yeniden üretimde kullanılacağına ülkenin kaynaklarını yabancılara aktarmanın bir yolu haline gelmiştir. O zamanki toplam dış borç miktarının 400 milyon lira kadar olduğu tahmin edilmektedir. Bunun yarıya yakını ile eski borçların ödemesi yapılmış; ancak %5'i ile yatırım yapılmıştır. Kısaca bu ağır borçlanmanın ekonomiye kaynak kaybından başka bir katkısı olmamıştır.

Yabancı sermayeye gelindiğinde ise eldeki verilere göre çok büyük ölçüde ulaştırma, banka, sigorta, elektrik-su ve ticaret gibi hizmet kesimleri ile madencilik sektörlerinde yoğunlaşmıştır. O dönemdeki yabancı sermayenin Batı Anadolu ile sınırlı kalan tarıma katkısı ve madencilik sektöründeki ilgisi bir yana bırakılırsa üretime doğrudan katkısı olmamıştır. Sektörel dağılıma bakıldığında yalnızca %8'lik bir kısmın sanayiye yöneldiği görülmektedir.

Yabancı sermayenin o dönemdeki dağılımı aynı zamanda Osmanlı'nın dış ekonomik ilişkileri konusunda da bir fikir vermektedir. %44 dolayında Fransız, yüzde 34 gibi bir kısım Alman ve yüzde 17 dolayında bir bölümü de İngiliz kökenlidir. Kalanı ise Belçika ve ABD gibi ülkelerden sağlanmıştır.

Yabancı sermaye yatırımlarının yüzde 68 gibi büyük bir kısmı demiryollarına yapılmıştır. Demiryolları o dönem için bir ekonomik gelişme kriteri olarak görülmektedir. Demiryollarından sonra gelen ikinci önemli sektör ise "bankacılık ve sigortacılık" olmaktadır ki bu da Osmanlı'da para ticaretinin oldukça karlı bir işlem olduğunu göstermektedir.

Tablo 6.1 Osmanlı İmparatorluğu'nda Yabancı Sermaye Yatırımları (Bin Osmanlı Lirası olarak) (Yentürk ve Kepenek, 1997)

Yatırımlar	Tutarı	Yıllık Net Getirisi	Getiri Oranı
Demiryolları	53,310	1,040	1.95
Elektrik, Tramvay, Su	5,700	170	2.98
Liman ve Rıhtım	4,710	160	3.40
Sanayi (Reji dahil)	6,500	560	8.61
Ticaret	2,660	-	-
Madenler	3,580	230	6.42
Banka ve Sigorta	8,200	890	10.85
Devletin ödediği demiryolu km. Güvencesi	-	420	-
Toplam	84,660	3,370	3.98
Devlet Borçları (dış)	149,480	13,000	8.70
Genel Toplam	234,140	16,370	6.99

Yıllık getirilere baktığımızda bankacılık ve sigortacılık ile devlet borçları en yüksek rakamlara sahip görünmektedir. Bu da Osmanlı'ya borç vermenin ne kadar karlı bir işlem olduğunun bir göstergesidir. Daha çok Osmanlı ekonomisinin görece olarak en gelişmiş kesimi olan hizmet sektöründe yoğunlaşan yabancı sermayenin kaynak ülkeleri de bu ülkelerin kendi konumlarına göre değişmiştir. İngilizler ticaret, Almanlar demiryolları, Fransızlar ise dış borçlarda yoğunlaşmışlardır. Yabancı sermaye ekonomik açıdan daha gelişmiş olan azınlıklarla yakın ilişki içindedir. (Yentürk ve Kepenek, 1997)

6.2 Cumhuriyet ve Devletçilik Dönemi

Osmanlı'dan Cumhuriyet'e geçiş sürecinde yaşanan savaş döneminde üretimin ve dışalımın azalması doğal bir sonuç olarak ortaya çıkmaktadır. Yabancı sermaye açısından ise ilgili dönemde zannedilenin aksine önemli miktarda sermaye girişi olduğu görülmektedir. Ancak Osmanlı döneminden farklı olarak bu girişler bağımsız değil, Türk vatandaşları ile ortaklıklar biçiminde gerçekleştirilmiştir.

1920-30 yılları arasında kurulan 201 Türk şirketinden 66'sında yabancı sermaye yer almıştır. Yabancı sermayeli ortaklıkların toplam sermaye (73 milyon) içindeki payı %43 (31.5 milyon) düzeyindedir. Yabancı sermayeli ortaklıklar sanayiye dokuma, gıda, çimento, elektrik-havagazı gibi kollarında yoğunlaşmıştır. Aynı dönemde

yabancı sermayeli bankaların da sayıları azalmakla birlikte halen faaliyet gösterdikleri bilinmektedir.

1923 İzmir İktisat Kongresi Cumhuriyet'in ilk kuruluş yıllarının ekonomik hayatını yönlendiren en önemli gelişmedir. "Ulusalılık" ilkesinin ısrarla vurgulandığı kongrenin temel amaçlarından biri de yabancı sermaye çevrelerine ileride ekonominin alacağı biçimi açıklamak ve gerek iç gerekse dış sermaye kesimlerine güvence vermektir. Misak-ı İktisadi Esasları içinde "yabancı sermayeye yasalara uyduğu sürece karşı olunmadığı" belirtilmektedir. Kongreye katılan tüccar kesimi de yabancı sermayeye kayıtsız kalınamayacağını vurgulamış; ancak bu sermaye akımlarına ayrıcalık tanınmaması gerektiğini ortaya koymuştur. Kongrede ayrıca hangi koşullarda yabancı ortaklıkların Türk sayılacağı belirtilmiştir. Aynı dönemde Lozan Anlaşması ile kapitülasyonlar, yani yabancılara tanınan ekonomik, ticari ve yasal ayrıcalıklar ortadan kaldırılmış ve yabancıların da ülkenin yasalarına göre faaliyet göstermelerine karar verilmiştir.

1930'larda uygulanan devletçi ekonomi politikaları kuşkusuz günümüz ekonomik hayatını da etkilemektedir. Cumhuriyetin ilk on yılında ortaya konan "ekonomik bağımsızlık" ve "hızlı kalkınma" amacı 30'lu yıllara girildiğinde gerçekleştirilememiştir. Yaşanan ekonomik durgunluk yabancı sermaye girişinin de sınırlı kalmasına sebep olmuştur. Yabancı sermayenin o dönemin yönetimine güveninin tam oluşmamış olması bu yavaşlığın diğer bir sebebidir. Söz konusu dönemin ağır koşulları kamu yatırımları ile sınai üretimin artırılmasını zorunlu kılmıştır. Savaş yıllarına kadar alınan dış borç önemli tutarlara ulaşmamıştır. Savaş yıllarında ise dış borç alınacak kaynaklar sınırlı olduğundan sınırlı ölçüde gerçekleşmiştir.

Aynı dönemde kapitalist ülkelerde de ekonomik bunalım yaşanmış; fiyat düşüşleri, üretimin kapasitenin çok altında yapılması ve işsizlik karşısında kamu harcamalarının arttırılarak duruma müdahale edilmesi görüşü benimsenmeye başlanmıştır. (Yentürk ve Kepenek, 1997)

6.3 İkinci Dünya Savaşı Sonrası Dönem ve Ekonomik Dönüm Noktası

Özel sermaye birikiminin yeni kaynaklarla da beslenerek hızla genişlediği 1946-1960 yılları arası, savaş sonrası dönemde dış sermaye kaynakları açısından gerek bunların

miktarı gerekse ilgili ekonomi politikası konularında köklü değişiklikler olmuş, bu süreç döneme ve sonrasına damgasını vurmuştur.

Cumhuriyet'in ilk 20 yılında dış borçlanmaya çok sınırlı düzeyde gidilmiş, Osmanlı'dan kalan dış borçların tasfiyesiyle uğraşmış; ancak bu durum İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemde tamamen değişmiştir. Dönemin başlıca dış borç kaynağı ABD olmuştur. Truman Doktrini, Marshall Planı gibi düzenlemeler bu sürecin biçimlenişidir. 1950-60 döneminde ABD yardımı önceki dönemin aksine "borç verme" şeklinde değil "bağış" şeklinde gerçekleşmiştir. Bu tutumda dönemin iktidarlarının da etkisi bulunmaktadır.

PL 480'e göre ABD tarım ürünleri fazlasından Türkiye'ye gönderilen miktarın karşılığı TL olarak Merkez Bankası'nda ayrı bir hesapta tutulmakta ve ikili anlaşmalara göre kullanılmaktaydı. Bu kaynağın Türkiye tarafından kullanılan bölümü bütçe ve KİT finansmanında, ABD tarafından kullanılan bölümü de ABD'nin Türkiye'deki özel ortaklıklarına kredi verilmesi biçiminde kullanılmaktaydı. İncelenen dönemde, 1962'ye kadar bu kanaldan sağlanan kaynak toplam 351,2 milyon USD olmuştur.

İthalatın güçleştiği 1954 sonrası dönemde ülkeye giren birçok ithalat malının bedeli ödenememiş ve dış borca dönüşmüştür. Bu tür borçlar 1960'ta 376,6 milyon USD seviyesine ulaşmıştır. Dış borçlar, ulusal gelirden daha hızlı bir oranda büyümüş, anapara ve faiz toplamı olarak dış borç yükü dönem sonunda ihracatın %33'üne ulaşmıştır.

Yabancı özel sermaye girişinin kolaylaştırılması dönemin en önemli özelliklerinden biridir. Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun'da yapılan değişikliklerle (1947) yabancı sermayenin döviz olarak getirilmesi ve tarım, sanayi, ulaştırma ve turizm gibi alanlara yatırılması öngörülmüştür. Buna göre Hükümet eğer yabancı özel sermaye yatırımını yurt kalkınmasına faydalı görür ve ihracatı artırıcı nitelikte bulursa karının bir bölümünün yurt dışına aktarılmasına izin verecektir. Söz konusu düzenleme yabancı özel sermaye çevreleri tarafından "belirsiz" bulunduysa da 1962'de çıkarılan aynı doğrultudaki diğer bir karara dayanarak bir çok yabancı özel sermayeli ortaklık kurulmuştur.

Yabancı özel sermaye girişleri ile ilgili olarak 1950 Mart'ından başlayarak çeşitli yasalar çıkarıldı. 1954 tarihinde ABD uzmanlarına hazırlatılan 6224 sayılı yasa ile

yabancı özel sermaye yerli özel sermayeye açık olan tüm sektörlerle girebilme hakkını kazandı. Ayrıca yabancı özel sermayenin sadece para olarak değil, makine ve parçaları, lisans, patent ve marka hakkı gibi nesnel olmayan haklar biçiminde de gelebileceği kuralı benimseniyordu. İncelenen dönemde giriş yapan yabancı özel sermayenin dörtte üç gibi bir bölümünün makine ve parçalardan oluştuğu, yalnız %17 dolayında bir bölümünün para sermaye olduğu saptanmıştır.

1954 tarihli diğer bir yasa ise ülkede petrol bulunması ve çıkarılmasında yabancı sermaye ve teknolojiden yararlanılmasını öngörmektedir. Söz konusu “Petrol Yasası”na dayanarak, 1954-1965 döneminde ülkeye 1,850 milyon TL tutarında yabancı sermaye girmiştir. Bu tutar Yabancı Sermaye Yasası ile yurda giren toplam tutardan daha fazladır. Ancak petrol üretimi ülkede fazla artmamıştır.

Dönem süresince kısa dönemli ve yüksek faizli yabancı özel sermayeden dış ticaretin finansmanında yararlanılmış, ayrıca özel kesime uzun dönemli dış kredi sağlanmıştır. Bunlardan kısa dönemli yabancı krediler, dönem boyunca toplam yabancı sermaye akımının yarısından fazlasını oluşturmuştur. Dolayısıyla bu sermayenin, üretimi doğrudan arttırıcı bir niteliği yoktur. İthalat girdi olarak kullanıldığı ölçüde üretime dolaylı katkısından söz edilebilecektir.

Özel kesime açılan uzun dönemli proje kredileri toplamı, dönem süresince, 463.15 milyon TL dolayında olmuştur. Aynı dönemde, Ereğli Demir-Çelik’in finansmanında kullanılmak üzere 1,474.3 milyon TL dış kredi sağlanmıştır.

Yabancı Sermayeyi Özendirme Yasası’na göre gelen yabancı sermaye, toplam yabancı sermaye girişlerinin sekizde biri dolayındadır. Bu çerçevede gelen yabancı sermaye, 1957 ve 1960 yılları bir tarafa bırakılırsa, sürekli olarak artmış olmakla birlikte, Yasa’nın beklediği düzeyde olmamıştır. Artma eğilimi, verilen izinler içinde gerçekleşme oranlarından da izlenebilir. Yabancı özel sermayenin ekonomik ve siyasal kararsızlık ve belirsizlik dönemlerinde “çekingen” davranmıştır.

Yasa uyarınca gelen yabancı sermayenin nitelikleri, o dönemin ekonomik gelişmesini açıklayıcı öğeler taşımaktadır. Dönem süresince gelen yabancı sermayenin %95 gibi bir bölümü sanayi kesimine yatırılmıştır. Bu miktarın, 1951-1965 döneminde %26’sı plastik-kauçuk, %25’i kimya, %13’ü elektrikli ev araçları ve %11’i de gıda-içki alt sektörlerine gitmiştir. Bu durum, iç pazarın genişlemesiyle, yabancı sermayenin bu sektörlerde üretimi karlı bulmasından kaynaklanmaktadır.

Kimya sanayiine yapılan yabancı sermaye yatırımlarının çok büyük ölçüde ilaç alt kesiminde yoğunlaştığı görülmektedir.

Sanayiye yapılan yabancı özel sermaye yatırımları, genellikle kendisinin genellikle üç katı dolayında yerli özel sermaye ile ortaklık içinde çalışmaktadır. Bu durum, ilgili ortaklıkların yerli sermayenin denetiminde olduğu anlamına gelmemektedir. Aslında yabancı sermaye, özel sermaye yatırımlarına yön verici, onu belli alt sektörlerle sürükleyici bir işlev görmüştür.

Bu dönemde sanayi sektörüne yapılan yoğun dış yatırımların en önemli özellikleri üretim ölçeği bakımından verimli olmamaları, ilkel teknolojiler kullanmaları, düşük ücretle çalıştırmaları ve dışalım girdilerini kullanmalarıdır. Dışarıdan sağlanan girdiler söz konusu yatırımların ülke ekonomisini canlandırıcı etkisinin sınırlı düzeyde kalmasına sebep olmuştur. İç pazarın genişlemesi ve dışalım yasaklayıcı (korumacı) yasal düzenlemeler sanayinin belli alt sektörlerine yatırım yapılmasını karlı kılmıştır. Bu durum Osmanlı'nın finansal mal ve hizmetlerden ibaret dış yatırımlarından oluşan yapısından oldukça farklıdır.

Gerçekleşen yabancı sermayenin %40'lık bölümü ABD'li ortaklıklardan sağlanmıştır. Diğer önemli ülkeler Hollanda, İsviçre ve Batı Almanya olmuştur. Yabancı özel sermayenin üretime yönelen payı sekizde bir gibi düşük bir orandadır. Sanayi üretimine yönelen ve yukarıdaki özelliklere sahip olan sermaye yerli sanai üretimin gelişmesine uzun vadede zarar vermiştir. Gelen yabancı sermayenin %30.8 oranında bir bölümünün kar olarak yurtdışına transfer edilmesine engel olunamadıysa da bu dönem “yabancı özel sermayeye yeniden açılışı” simgelemektedir. (Yentürk ve Kepenek, 1997)

Tablo 6.2 Dış Sermaye Kaynakları, 1946-1962 (Cari Fiyatlarla) (Yentürk ve Kepenek, 1997)

	ABD Ekonomik Yardımları			Diğer Yardım Kuruluşları	Gerçekleşen Yabancı Özel Sermaye	Gerçekleşme Yüzdesi
	Borç	Bağış	Toplam			
1946-48	45.4	-	45.4	5.0	-	70.8
1949	33.8	-	33.8	-	-	
1950	40.0	31.9	71.9	80.4	-	
1951	-	49.8	49.8	-	3,400	70.8
1952	11.2	58.4	69.6	35.2	2,993	11.1
1953	-	58.6	58.6	20.0	1,148	6.3
1954	-	78.7	78.7	3.8	2,598	2.4
1955	25.5	83.8	109.3	-	8,002	16.3
1956	25.0	104.3	129.3	-	21,605	32.3
1957	25.1	62.3	87.4	13.5	10,531	24.6
1958	23.2	90.4	113.6	125.5	15,068	26.1
1959	97.2	107.0	204.2	-	19,825	28.5
1960	26.5	99.0	125.5	37.0	18,711	38.2
1961	131.0	89.8	220.0	161.7	43,056	48.9
1962	102.5	81.6	184.2	15.0	87,246	65.3
Toplam	586.4	995.6	1,582.0	497.1	234,233	32.8

Notlar:

1. Yabancı özel sermaye bin TL, diğerleri milyon ABD doları olarak.
2. Bunlara ek olarak 1954-1963 döneminde, 1,533,517 TL (182,248 dolar) tutarında yabancı sermaye petrol alanında gelmiştir. Bu toplamın yüzde 57.1'i arama ve çıkarma, kalanı arıtmada kullanılmıştır.
3. "Gerçekleşme yüzdesi" izin verilen yabancı sermaye toplamının fiilen yatırıma dönüşen bölümüdür.
4. Diğer kredi kuruluşları, Dünya Bankası (IBRD), Uluslararası Kalkınma Birliği (IDA), Uluslararası Para Fonu (IMF), Avrupa Ödemeler Birliği (EPU), Kalkınma İçin İşbirliği Örgütü (OECD) ve Batı Almanya'dır.
5. Aynı dönemde ayrıca 2,023.8 milyon dolar askeri yardım alınmıştır.

6.4 Planlı Gelişme Dönemi

1950'li yıllar sonunda ekonomi, dış ödeme güclüğü ve enflasyon biçiminde görülen bir bunalıma sürüklenmişti. Bir yönden üretim için gerekli ithalat girdileri sağlanamıyor, öbür yönden de yıllık %25 dolayında enflasyon sermaye kaynaklarının

kullanımında yeni düzenlemeleri gerektiriyordu. Daha doğrusu ekonominin kararlı (istikrarlı) bir çizgiye oturtulması gerekiyordu.

Ekonominin istikrara kavuşturulması için iki yol vardı: Birincisi “sermaye kullanımını” fiyat göstergelerine, serbest piyasa koşullarına bırakmak; ikincisi ise planlı ve programlı sermaye kullanımına yönelmektir. İç ve dış şartlar ikinci yöntemin seçilmesine neden oldu. Dış borç veren ülkelerin de istediği planlama sürecine geçiş, 27 Mayıs 1960 ihtilalinden sonra yapılan yasal ve Anayasal düzenlemelerle başladı.

Türkiye, 1980’li yıllara kadar makroekonomik fiyatların önemli bir bölümünün devlet tarafından belirlendiği kapalı bir kambiyo rejimi altında devlet öncülüğünde bir büyüme modeli izlemiştir. 1960’lardan 1970’lerin ortalarına kadar Türkiye ekonomisi, özellikle yatırım kaynaklı yüksek bir büyüme, istikrarlı enflasyon trendi izlemiştir. Bu dönemde, 5 yıllık kalkınma planları ve yıllık programlar doğrultusunda uygulanan ithal ikameci büyüme stratejisi başarılı olmuştur. 1960-1972 döneminde ortalama büyüme yüzde 5.9, enflasyon yüzde 6.8 olarak gerçekleşmiştir. 1973-1974’de yaşanan ilk petrol şoku ülke ekonomisine yük getirmiş, dış ticaret açığı ekonomiyi soğutmaya yönelik politikaların uygulanmamasının da etkisiyle artarak sürmüştür. İthalatın finansmanı petrol şokundan kârlı çıkan ülkelere alınan borçlarla (petro dolar) sağlanmıştır.

Planlı dönemin başında ve kalkınma planlarında “ekonominin dış kaynaklara bağımlılığının azaltılması” ekonomi politikasının temelini oluşturmaktaydı. Ancak üç plan uygulamasının sonucunda ekonominin dış kaynaklara gereksinimi daha da ileri boyutlarda yinelenmiştir. ABD ile ilişkiler zayıflamış; dış borç ve özel sermayede ABD’nin yerini AET almıştır.

Toplam yabancı özel sermaye girişi ilk üç plan döneminde sırasıyla 115, 183 ve 362 milyon dolar olmuştur. Kar transferi / getirilen yabancı sermaye oranının artması yatırımların karlılığının arttığı ve aynı zamanda bu yatırımların iç ekonomiye etkisinin de azaldığının bir göstergesidir. 1960 öncesi verileriyle karşılaştırıldığında planlı dönemdeki yabancı özel sermaye hareketlerinin en önemli farklılıkları, dayanıklı tüketim mallarına daha fazla yönelmeleri ve firma sayısının azalması yani sermayenin daha fazla yoğunlaşmasıdır. Özel sermayenin, her üç plan döneminde de, %80’inden fazlası sanayiye yönelmiştir. Örneğin, taşıt araçlarının payı İlk Kalkınma Planı döneminde %7.2 iken Üçüncü Plan Döneminde %27.9 ile birinci sıraya

yükselmiştir. Yabancı sermaye ülkede uygulanan gelişme politikalarına bağlı bir biçimde yatırım süreci izlemiştir.

Talebin dayanıksız tüketim mallarından dayanıklı tüketim mallarına doğru yön değiştirdiği bu dönemde sanayide üretim yine verimsiz ölçek koşulları altında sürdürülmüştür. Ayrıca yabancı sermayenin giderek daha az miktarda yerli sermayeyi kendisi ile ortaklık biçimde harekete geçirmektedir. Toplam yabancı sermayeli ortaklıklarda yerli sermayenin payı 1973'te %45 iken 1978'de %35'e düşmüştür. Bu durum o dönemde yapılan yatırımların niteliğinden kaynaklanmaktadır. 1973-1977 döneminde kimya, taşıt, elektrik makineleri ve elektronik, bankacılık kesimlerinde artış eğilimi gözlenmiştir.

Türkiye'de faaliyet gösteren yabancı sermayenin ikinci kanalı, "Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki Kanun"a dayalı olarak çıkarılan 17 sayılı Karar'dır. Karar'a göre, Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu ile Petrol Kanunu dışında ülkenin ekonomik kalkınması için lüzumlu ve faydalı görülecek alanlarda iş yapmak veya ticari bir ortaklığa katılmak isteyen yabancı gerçek ve tüzel kişiler yapacakları işin gerektirdiği özsermayeyi dışarıdan döviz olarak getirmek zorundadır. Bununla birlikte bunların taşınır-taşınmaz mal alım satımı, kar, faiz ve benzeri sermaye işlemlerinden doğan kazançları "bloke"dir. İlgili çerçeveye giren şirketlerin karlarının bloke edilmesi anlamına gelen bu karar uygulamada geçersiz kalmış, 24 Ocak kararları ile bu ortaklıkların döviz işlemleri çok kolaylaştırılmıştır.

Planlı dönemdeki dış borçlara bakıldığında daha önceki dönemin devamı biçiminde, özellikle 1975 sonrasında artış eğilimi gözlemlenmektedir. Ülke diğer gelişmekte olan ülkeler gibi "borç tuzağı"na sürüklenmiştir. Dönem boyunca, uzun vadeli borçların ödenememesi kısa vadeli borçların ve ödenecek faiz yükünün daha da artmasına neden olmuştur. 1978-1980 dış ödeme güçlüklerinden doğan bunalımı gidermek üzere başvurulmuş devalüasyonlar, uygulanan ücret, para-kredi ve fiyat politikaları, planlı dönemde izlenen borçlanma politikasıyla petrol fiyatlarının körüklediği dış kaynak gereksinimlerinin doğrudan sonucudur. Artan borç yükü karşısında 1979 yılında ülkenin kredi notu New York Institutional Investors'a göre 93 ülke içinde en sondan beşinci konuma düşmüştür.

Bu bunalımın dış sebepleri de bulunmaktaydı: Kıbrıs sorunu savunma harcamalarının artmasına ve bu alanda alınan yardımların azalmasına sebep olmuştu. Dünyada

yaşanan petrol krizi sonucu OPEC'in ham petrol fiyatlarını 1974 başında beş katın üstünde arttırması ve Türkiye'nin yoğun ekonomik ilişkide bulunduğu ülkelerde de işsizlik ve enflasyonun birlikte görüldüğü ağır ekonomik bunalım da dönemin beklenmedik gelişmeleri idi.

1977 yılından itibaren özellikle ödemeler dengesi açıkları hızla büyümüş, ortalama büyüme 1977-1980 döneminde binde 2.0, enflasyon yüzde 56.8 olarak gerçekleşmiştir. 1979 yılında yaşanan ikinci petrol şoku makro dengelerin daha da bozulmasına neden olmuş ve IMF destekli bir istikrar paketinin hazırlanması kaçınılmaz bir hal almıştır.(Yentürk ve Kepenek, 1997)

6.5. 24 Ocak Kararları ve 1980 Sonrası Finansal Serbestleşme

Ekonomik bunalımın toplumsal ve siyasal boyutlar kazanması üzerine 24 Ocak 1980'de ekonomide stabilizasyon ve serbestleşmeyi hedefleyen ve "24 Ocak Kararları" olarak bilinen program uygulanmaya başlanmıştır. Bu programın amacı Türkiye'nin finansal sistemini dünya finans piyasalarına entegre etmek, gelişme stratejisini içe dayalı bir büyümeden dışa yönelik büyümeye dönüştürmektir.

Programın ana hedefleri şu noktalarla özetlenebilir:

- Enflasyonu, büyümeyi sekteye uğratmadan düşürmek.
- İstikrarlı bir ödemeler dengesi pozisyonu yaratmak. Bunun için ihracatı uygulanacak kur politikası ve teşviklerle artırmak, ithalatı serbestleştirmek, cari işlemler açığının büyümesini önlemek.
- Yurtiçi reel faizleri pozitif hale getirmek, bu yolla tasarrufları (dolayısıyla yatırımları) artırmak.
- TL.'yi konvertibl hale getirerek, sermaye hareketlerini serbestleştirmek.
- Yurtdışında çalışan işçi gelirlerini ve doğrudan yabancı yatırımları artırmak.
- Özel sektörün ekonomideki ağırlığını artırmak için, kamunun ekonomideki payını küçültmek, merkezi hükümetin ekonomideki ağırlığını azaltıp, Kamu İktisadi Teşebbüslerini (KİT) özelleştirmek.

İhracata dayalı ve dışa açık büyüme politikaları çerçevesinde dış borçlanma olanakları da genişlemiştir. Program uygulanırken dış kaynak bulmada problem

yaşanmamış ve dış borçlar yeniden düzenlenmiştir. Bu desteğin temel nedenleri Türkiye'nin o dönemki jeopolitik öneminin artmış olması, programın IMF tarafından önerilen programlara paralel olması ve başta dışa dönük büyüme stratejisi olmak üzere ekonomide serbestleşme politikalarını içermesidir.

6.5.1 1980 - 1982 Dönemi ve 1982 Banker Krizi

1980-1982 döneminde finansal serbestleşmede kullanılan temel araç deregülasyon olmuştur. 1980 yılı Temmuz ayından itibaren vadesiz hesaplar ve seçici krediler dışında kredi ve mevduat faizleri üzerine konulan tavanların kaldırılması, enflasyon oranlarının düşük olması; aynı dönemde uygulanan sıkı para politikası ve krediler için oluşan fazla talep özellikle küçük bankalar ve bankerler arasındaki rekabeti artırmıştır. (Ancak önemli ticari bankalar, uygulanacak faizler için “centilmenlik anlaşması” yaparak faizlerdeki yükselmeyi sınırlandırmaya çalışmışlardır.) Öyle ki 1982 yılında aylık ortalama 2-3 enflasyonun olduğu ortamda, bankerler aylık yüzde 10 faiz geliri vermektedirler.

Bu dönemde özellikle bankacılık dışı finansal kesimde denetim boşluğu söz konusudur. Banker olarak adlandırılan kurumlar kendi öz varlıklarına kıyasla büyük meblağlara ulaşan ve yüksek faizle topladıkları fonları verimli alanlara plase edememeleri üzerine yükümlülüklerini yerine getiremez duruma gelmişlerdir. 1981 yılı sonunda ödemelerde başlayan sıkıntılar, 1982 yılı Haziran ayında en büyük bankerin de batmasıyla krize dönüşmüştür. “Banker krizi” olarak bilinen bu kriz sonrasında, Merkez Bankası'nın piyasaya müdahalesi sonucu, beş küçük özel banka kapatılmış, bu bankaların varlıklarının ve yükümlülüklerinin önemli bir kısmı kamu bankaları tarafından alınmıştır. Merkez Bankası dokuz büyük ticari bankanın faizlerini belirlemeye ve küçük bankaların belirlenen bu oranın üzerinde küçük bir prim koymasına izin vermiştir.

Banker krizinin ardından küçük bankalar belirlenen marjın üzerinde yüksek faiz vermeye devam edince Merkez Bankası 1983 yılından itibaren mevduat faizlerini yeniden belirlemeye başlamıştır. 1987 Temmuzundan itibaren faizler bankalar tarafından belirlenmeye başlanmıştır. Ancak yükselen nominal faizler reel faizlerin negatif olmasını önleyememiştir. 1988 sonbaharında enflasyon gerçekleşmelerinin hükümetin beklentilerinin üzerinde olması para ikamesini artırmış, bankaların mevduat faizlerinde ve interbank piyasasındaki rekabet artmıştır. Olası bir krizi

önlemek amacıyla Merkez Bankası piyasaya müdahale etmiştir. Bu kısa süreli müdahalenin ardından günümüze kadar mevduat faizleri bankalar tarafından belirlenmeye başlanmıştır.

1981 yılında çıkarılan Sermaye Piyasaları Kanunu özel menkul kıymet piyasalarının oluşturacağı yapıyı belirlemiş ve bu amaçla 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuştur. SPK 1983 yılında işlerlik kazanmıştır.

1982 yılında yaşanan kriz rekabetçi bir ekonomik ortamın yalnızca bu araç kullanılarak gerçekleştirilemeyeceğini göstermiştir. Bu nedenle 1983-1987 döneminde piyasa mekanizmasına işlerlik getirecek kurumsal düzenlemeler yapılmıştır (Atiyas ve Ersel, 1993).

6.5.2 1982 Krizi Sonrası Finans Dünyasındaki Gelişmeler

1982 finansal krizinden çıkarılan önemli bir ders olarak, bankacılık sisteminin yapısal problemlerinin gidermek ve denetim mekanizmalarını işletmek amacıyla 1985 yılında Bankalar Kanunu yenilenmiştir. Türk bankalarının uluslararası piyasalarda rekabet gücünü artırmak için aynı yıl Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı 6 No'lu Tebliği ile “Sermaye Tabanı / Risk Ağırlıklı Varlıklar, Gayri Nakdi Krediler ve Yükümlülükler” standart rasyosunu yayınlanmıştır. Bu tebliğ, bankalar için minimum sermaye tabanı zorunluluğu getirerek, sermaye yeterlilik oranının uluslararası normlara uygun olarak hesaplanması uygulamasını başlatmıştır. Ayrıca Bankacılık Kanunu'nda, bankaların performans dışı borçlar konusu tanımlanarak, bankaların ortaklıklarına ve bireysel kredilerine tavan konmuş ve Merkez Bankası ile Hazine denetçi otorite olarak kabul edilmiştir. Bankaların sermaye yeterliliği, aktiflerin niteliği, kârlılık ve likidite açısından dikkatli ve düzenli bir denetime tabi tutulması amacıyla, 1986 yılından itibaren üç, altı, dokuz aylık ve bir yıllık olarak hazırlanan bilançolarını Merkez Bankasına göndermeleri zorunlu hale getirilmiştir. 1987 yılından itibaren, bankaların bilançolarının her yıl bağımsız dış denetime tabi tutulması uygulaması başlatılmıştır.

1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) yeniden açılmıştır. Bu piyasa 1989 yılından itibaren yabancı yatırımcılar tarafından da kullanılmaya başlanmıştır. İMKB ayrıca KİT'lerin özelleştirilmesi sürecinde de kullanılmıştır.

Türkiye'de ilk kredi kartı uygulaması 1960'lı yılların sonuna rastlamasına rağmen yaygınlaşması 1980'lerin sonunda gerçekleşmiştir. Türk kredi kartı pazarı genellikle

lisans anlaşmaları çerçevesinde bankalarca ihraç edilen dünya çapında yaygın kullanıma sahip kredi kartları ile şekillenmiştir.

1982 finansal krizinden çıkarılan bir diğer ders olarak, likidite problemini önlemek ve mudileri korumak amacıyla, 1983 yılında tasarruf mevduatı sigortası uygulaması başlatılmıştır. Buna göre, Ekim 1986'dan itibaren 6 milyon TL.'lik mevduat ana para ve faizinin ilk üç milyonunun tamamı, ikinci üç milyonunun yüzde 60'ı sigorta kapsamına alınmıştır. Mart 1992'den itibaren sigorta kapsamı 50 milyon TL.'nin ilk 25 milyonunun tamamı, ikinci 25 milyonunun yüzde 60'ı olarak belirlenmiştir. 1994 yılının ilk çeyreğinde yaşanan ekonomik krizin ardından Nisan 1994'den itibaren 150 milyon TL.'lik mevduat ana para ve faiz ödemesi sigorta kapsamına alınmıştır. Krizin derinleşmesi üzerine piyasalardaki tedirginliği gidermek için, Mayıs 1994'den itibaren bankadaki mevduatların ana para ve faiz ödemelerinin tamamı sigorta kapsamına alınmıştır. Ancak bankaların uyguladıkları faiz ödemelerinin ortalamayı geçen kısmı sigorta kapsamı dışında tutulmaktadır. (Kaya, 1998)

6.5.3 Yabancı Sermayenin Serbestleştirilmesi

24 Ocak programı ekonomik büyümeyi dış kaynak sağlanmasına bağlı bir olgu olarak gördüğünden yabancı özel sermayeyi özendirmek için birçok yasal ve idari düzenlemelere gidilmiştir. Bu amaçla çıkarılan Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi öncelikle bu konudaki bürokratik işlemleri en aza indirmeyi amaçlamaktadır. Önceleri birçok bakanlık ve DPT tarafından yürütülen hizmetler, Başbakanlığa bağlı Yabancı Sermaye Dairesince yürütülecektir.

Kararnamede yabancı sermayeli ortaklıkların toplam "sabit yatırım tutarının" 2-50 milyon dolar olabileceği belirtilmektedir. Ayrıca bir ortaklığa yabancı sermaye katılım payının en az 1 milyon dolar ve oransal olarak da %10-49 olması öngörülmektedir. Belirlenen yatırım tutarları içerisinde üretimde büyük ölçek ilkesi ön planda tutulmamaktadır. 1980 koşullarında 2-50 milyon dolarlık yatırım "küçük işletme" kategorisine girmektedir.

Ayrıca, bazı sektörlerde yabancı sermaye yatırımı sonucu elde edilecek üretimin, belirlenen bir oranın altında kalmamak üzere, bir kısmının dışarıya satılması koşulu getirilmiştir. Bu oran, gıda sektöründe %30, dokumada %50, orman ürünlerinde %60, otobüste %40, kamyonda %25 ve madeni eşyada %30'dur. Bu uygulama ile ihracatın arttırılması hedeflenmiştir. Bazı kuruluşlar (İslam Kalkınma Bankası, IFC

ve benzeri), İran ve petrol üreten Arap ülkelerinin Ortadoğu ülkelerine ihracat potansiyeli taşıyan yatırımları ve belirlenen nitelikteki turizm yatırımları, yatırım miktarındaki sınırlama ve ihracat koşulundan muaf tutulmuşlardır.

Özellikle bankacılık alanında yabancı sermaye izinleri verilmiştir. Yabancı sermayenin tarım başta olmak üzere, turizm ve diğer hizmet kesimlerine girişi de kolaylaştırılmıştır. Petrol aramaları konusunda da yapılan düzenlemelerle kısmen veya tamamen yabancı sermayeli ortaklıklar çıkardıkları petrolün %35'ini dışarıya satabileceklerdir. Kuyu başına fiyatların dünya fiyatlarına göre göre belirlenmesine de karar verilmiştir.

Kısaca program, yabancı sermayenin girişiyle ilgili kolaylıkları arttırmış, faaliyet alanlarını genişletmiş ve daha özendirici davranmaya çalışmıştır. Ekonomi politikasındaki bu köklü dönüşümün sonucunda dış sermaye kaynaklarına bağılılık daha fazla artmıştır.

6.5.4 Kur ve Döviz İşlemleri ile İlgili Politikalar

24 Ocak Kararlarının en önemlilerinden biri yapılan yüksek oranlı devalüasyonun ardından fiyatlardaki ve bazı piyasalardaki dengesizlikleri gidermek için kurun belli bir aralıkta belirlenmesi uygulamasının bırakılarak, tek kur uygulamasına geçilmesidir. 1981 yılı Mayıs ayından itibaren, Merkez Bankası kura günlük müdahalelere başlamıştır. Ticari bankalar da kur oranlarını bu resmi oran etrafında belirlemeye başlamışlardır. 1983 yılının Aralık ayında yürürlüğe giren Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 1567 Sayılı Kanuna ilişkin 30 Sayılı Karar ile bankaların döviz pozisyon limitleri kaldırılmış ve bankalara döviz işlemlerine aracılık etme yetkisi verilmiştir. Bu kararla birlikte, yurtiçinde yerleşiklerin ticari bankalarda döviz tevdiat hesabı açmaları ve bu hesaplardan yurtdışına transfer yapılması serbest hale getirilmiştir. Bu karar tam kapalı kambiyo rejiminden yarı açık bir kambiyo rejimiine geçilmesini sağlamıştır.

Ancak bu serbestinin bankalar tarafından farklı amaçlarla kullanılması bankaların aşırı döviz biriktirmesiyle sonuçlanmıştır. Bunun nedeni olarak, dövizin bazı bankalarca bir ödeme aracından ziyade bir plasman aracı olarak kullanılması gösterilmektedir (Kaya, 1998). Bunu engellemek için Ocak 1986'dan günümüze bankaların ihracat ve görünmeyen işlemlerden kesin alışı yaptıkları döviz ve efektiflerin belli bir oranını Merkez Bankası'na devretme zorunluluğu getirilmiştir.

Açılan döviz hesaplarının güvence altına alınması ve özellikle para arzı içinde artan hacmini kontrol etmek amacıyla TL. mevduat hesaplarına uygulanan zorunlu karşılık oranı 1986 yılından itibaren bankaların döviz tevdiat hesaplarına da uygulanmaya başlanmıştır. 1986 yılının Kasım ayından itibaren döviz pozisyonu yöntemine getirilen yeni bir uygulama ise kur riski oranıdır. Bu uygulama ile bankaların döviz borçları ile döviz mevcut ve alacakları arasında bir denge oluşturulması amaçlanmıştır. Bir diğer yeni uygulama ise bankaların döviz tevdiat hesaplarından sağladıkları kaynakların döviz kazandırıcı işlemlere kanalize edilmesi amacıyla, en az yüzde 50'lik kısmına döviz kredisi açma zorunluluğu getirilmesi olmuştur.

6.5.5 1980'lerin İkinci Yarısı

1985 yılına kadar bütçe açıkları büyük ölçüde monetizasyon ile giderilmiştir. 1980'li yılların ortalarına doğru, bütçe açığı artmaya başlamıştır. Bu durum, artan bütçe açıklarını karşılamak için monetizasyon gibi kısa vadeli enflasyonist etkiler yaratmayacak enstrümanların geliştirilmesini zorunlu hale getirmiştir. Bu amaçla 1985 yılından itibaren bütçe açıkları artan bir ivmeyle iç borçlanma yoluyla, tahvil ve bono gibi enstrümanlar kullanılarak finanse edilmeye başlanmıştır. Hükümetin kağıt satması, hem menkul kıymet piyasalarının gelişmesine yardımcı olmuş hem de Merkez Bankası'nın 1987 Şubat'ından sonra başlayacağı açık piyasa işlemleri için gerekli altyapıyı hazırlamıştır. Açık piyasa işlemlerinin temel amacı para politikalarının uygulanması olmakla birlikte, bu işlemler devlet iç borçlanma senetlerinin satışı için ikincil bir piyasa yaratılmasını da hedeflemiştir.

1984 yılından itibaren bankalarda döviz hesapları açılmasına ve bankaların yabancı para ile işlem yapmalarına izin verilmiş ve yabancı mudilerle yapılacak işlemler teşvik edilmeye başlanmıştır. Bankalardaki döviz mevduatları özellikle 1986 yılından sonra önemli bir finansal tasarruf aracı haline gelmiştir. Bu hesapların açılmasıyla birlikte, enflasyondan korunmak için para ikamesi süreci başlamıştır. Bunun finansal sistem üzerinde yarattığı baskı nedeniyle reform süreci boyunca yüksek reel faiz oluşmuş ve para otoriteleri Türk Lirasını, faizleri artırarak korumaya çalışmışlardır.

1986 yılında Merkez Bankası bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarının karşılanması ve likidite fazlalarının değerlendirilebilmesi amacıyla Türk Lirası interbank piyasasını kurmuştur. 1988 Ekim'inde döviz için interbank piyasası kurulmuştur. Bu piyasada bankalar, özel finans kurumları ve diğer yetkili kurumlar

katılımcı olarak bulunmaktadır. 1988 tarihinden bu yana kurlar bu piyasa tarafından belirlenmektedir. 1989 yılında ise altın piyasasını oluşturmuştur. Bankalar, özel finans kurumları ve diğer yetkili kurumlar bu piyasada alım ve satım yapmaktadırlar.

1983 yılı Aralık ayında çıkarılan 1567 Sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanuna İlişkin 30 Sayılı Karar ile başlayan yarı açık kambiyo rejimi 1989 yılına kadar sürmüştür. 1984-1989 döneminde özel sektör yurtdışından borçlanabilme serbestisine kavuşmuştur. Bunun sonucu 1984-1989 yılları arasında özel sektörün toplam dış borç içindeki payı ortalama yüzde 16 olarak gerçekleşmiştir.

6.5.6 Dış Borçlanma

1974 yılında, tamamı orta ve uzun dönemli olmak üzere 2.9 milyar dolar olan dış borçlar, 1979 sonunda 13.4 milyar dolara, 1983'te 18.4, 1990'da 49.0 ve 1993'te 67.3 milyar dolara ulaşmıştır. Dış borçların gerek nitelik gerekse de nicelik olarak değişmesiyle birlikte kurumsal düzenlemelere de gidilmiş, IMF'den alınan teknik yardımla, HDTM'na bağlı bir dış borç veri tabanı sistemi, 1985 ortalarından sonra, çalışmaya başlamıştır. Daha sonra yapılan düzenlemelerle de bir yıldan kısa süreli kredilerin TCMB (Merkez Bankası), bir yıldan uzun süreli kredilerin ise HDTM tarafından izlenmesine karar verilmiştir.

1980 öncesi dönemde kamunun ödeme güclüğü nedeniyle kısa vadeli borçların oranı yüksekti. 1990'lı yıllarda ise kısa vadeli borçlanmanın özel sektörden kaynaklandığı görülmektedir. Özel sektörde, işletme kredileri ve spekülasyon amaçlı borçlanmanın yoğunlaşmasının sebebi iç ve dış faiz oranlarının olağanüstü farklılaşmasıdır. Ayrıca işletme kredileri için 1 yıl kısıtlamasının kaldırılması, iki yıldan uzun süreli kredilere uygulanan Kaynak Kullanım Destekleme Fonu kesintisinin kaldırılması, bu kredilerin kullanımını arttırmıştır. 1988 sonrasında uluslararası tahvil piyasalarına çıkılması dış piyasalarda tahvil satışını giderek yaygınlaştırmış, 1992'de 9.3 milyar dolara ulaştırmıştır.

Dış borçların ulusal üretim değerine ve ulusal rezervlere oranının düşmesi olumlu bir gelişme olmakla birlikte, diğer temel göstergelerdeki (dış ticaret, cari işlem açıkları vs.) olumsuz gidişat ülkeye ileride dış borçlanma konusunda güçlük yaratma sinyalleri vermektedir. Ayrıca bu dönemde 1960'lı yıllar ve öncesinde ABD'den alınan Marshall Planı, "Kalkınma Borç Fonu" (DLF) ve tarımsal krediler (PL 480) gibi "Türk Lirası ile Ödenecek Dış Borçların" azaldığı görülmektedir.

6.5.7 Dış Ticaretin Serbestleştirilmesi

24 Ocak Kararları ile değişen büyüme stratejisinde ihracat teşvik edilmiş, ithalatın serbestleştirilmesine ve cari işlemler açıklarının sürdürülebilir bir düzeyde tutulmasına çalışılmıştır. 29 Aralık 1983'te uygulamaya konulan 1567 Sayılı Kanuna İlişkin 28 Sayılı Karar dış ticareti ve kısmen sermaye hareketlerini serbest hale getirmiştir. Dış ticaretin serbestleşmesiyle birlikte ithalat listeleri ve miktar kısıtlamaları kaldırılmış, ithalat üzerindeki dış ticaret vergileri tedricen azaltılmıştır. 1983 sonunda miktar kısıtlamalarının kaldırılması ve tarifelerin azaltılmasıyla başlayan ithalatın serbestleştirilmesi, 1996 yılında gerçekleşen Avrupa Topluluğu ile gümrük birliği sonucunda tarım dışı mallarda gümrük vergilerinin sıfırlanmasıyla son noktaya ulaşmıştır.

1980-1988 döneminde kur politikası ihracatı teşvik yönünde kullanılmıştır. Bu dönemde kur politikaları ve diğer parasal teşvikler yoluyla, yurtiçi talep azaltılmaya çalışılmış ve büyümenin temel kaynağı olarak ihracat desteklenmiştir. Bu dönemde uygulanan teşviklerden ihracat kredileri zamanla Merkez Bankası üzerinde önemli bir yük oluşturmaya başlamış ve 1985 yılında kaldırılmıştır. İhracat sübvansiyonları da 1985 yılında tedricen kaldırılmaya başlanmıştır. İhracatta vergi iadesi uygulaması 1989 yılında sona ermiştir. İhracatı teşvik amacıyla kullanılan bu üç araç üzerindeki kontrolün zamanla kaybedilmesi ve amaç dışı kullanılması kaldırılmalarında etkili olmuştur. İmalat sanayinin toplam ihracat içindeki payı, uygulanan teşvik politikalarının da etkisiyle, 1980'de %35.9 iken 1985'de %75.3'e, 1990'da %79.3'e, 1995'de %93.8'e yükselmiştir.

6.5.8 Tam Açık Kambiyo Dönemi ve 1990'lar

11 Ağustos 1989'da yürürlüğe giren 1567 Sayılı Kanuna ilişkin 32 Sayılı Karar Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu kur rejiminde serbestleşmeye gidilmesinde en önemli adımlardan biri olarak kabul edilmektedir. Bu kararlar birlikte tam açık kambiyo dönemi başlamıştır. Bu kararın temel amaçları şunlardır: Uluslararası finansal piyasalara entegrasyonu sağlayacak liberal bir kur sistemi kurmak. Türk Lirasının konvertibl hale gelmesini sağlayacak ortamı sağlamak. Sermaye hareketlerini serbestleştirerek yerli menkul kıymet piyasalarının gelişimini teşvik etmek. Yerli yatırımcıların yatırım alternatiflerini artırarak ve yabancı yatırımcılara piyasaları açarak bir piyasa yapısı sağlamak.

Bu kararlar birlikte sermaye hareketleri serbest hale getirilmiş, yurtdışına yerleşik ya da yerleşik olmayanlarca yapılacak olan döviz transferinde döviz tevdiat hesabı kısıtı kaldırılmıştır. Yurtiçindeki yerleşikler ticari işlem olması gerekmeden para ikamesi serbestisine kavuşmuşlardır. Tam açık kambiyo rejiminin hakim olduğu 1990-1995 döneminde 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).

Türkiye pek çok gelişmekte olan ülke gibi liberalizasyon sürecini klasik dizinlemeye uygun olarak sürdürmüştür. Ancak daha önce de belirtildiği gibi finansal serbestleşmede başarının anahtarı makroekonomik ve mali istikrarın sağlanmasıdır. Finansal serbestleşmede dizinlemedeki uygunluk her zaman zamanlamadaki uygunluk ile çakışmamaktadır. Bu bağlamda Türkiye'de sermaye hareketlerinin serbest hale getirildiği 1989 yılı öncesindeki makro dengelere bakıldığında 1984-1989 yılları arasında PSBR/GSMH ortalama yüzde 4.8, enflasyon yüzde 37.4 olarak gerçekleşmiştir.

Dönem boyunca mali dengelerde bozulmaların artmasına rağmen kalıcı çözümler üretilenmemiştir. Böyle bir ortamda sermaye hareketlerini serbestleştirmek kamunun artan fon ihtiyacını karşılamakla birlikte kamu maliyesinin yeniden yapılanması yönündeki reformlar konusunda politika yapıcılarının isteksiz davranmasına yol açmıştır. Bu isteksizlikte 1987 yılında yapılan seçimlerin ardından artan politik rekabetin etkisi büyüktür.

1983-1986 döneminde ihracata dayalı büyümeyi sağlamak için gerekli olan iç talepteki daralma reel ücretlerin bastırılması ve kurun reel olarak değer kaybetmesiyle sağlanmıştır. 1987 genel seçimlerinden sonra reel ücretlerde ufak çaplı iyileşmeler sağlanmıştır. 1989 mahalli seçimlerinden sonra reel ücretlerde ve maaşlardaki artışlar önceki dönemin kayıplarını kısa sürede telafi etmiştir. Bu gelişmeye paralel olarak kamu açıkları reel ücret baskısının etkisiyle özellikle personel harcamaları kalemi yoluyla artmıştır. Bu dönemde, kamu açıklarını azaltmayı amaçlayan maliye politikaları politik olarak sıcak karşılanmayacağı için, hükümet bu konuda adım atamamıştır. Kamunun artan fon ihtiyacının yurtiçi piyasalardan borçlanma ile sağlanması reel faizleri artıracığı için özellikle özel yatırımları olumsuz etkilemekte ve yurtiçin finansal piyasaların sağlığı istenilen oranda borçlanmayı zorlaştırmaktadır. Dış borçlanmanın üst limiti ve uluslararası

kredibilite üzerindeki önemi düşünülünce bu araç da amaca uygun görünmemektedir. Bu bağlamda, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi kamunun borçlanmada karşılaştığı kısıtları gevşetmek için en uygun araç olarak görülmüştür (Kaya, 1998).

1989 yılından itibaren döviz kurunun zımnen (deklare edilmemiş) nominal çıpa olarak kullanılması, artan kamu açıklarının faizler üzerinde yarattığı baskıyla birleşince 1989-1990 döneminde reel kurda değerlenme yaşanmıştır. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ardından kamu açıklarını finanse etmek için gereken fonlar, özellikle kısa vadeli sermaye hareketleriyle sağlanmıştır. Spekülatif nitelikteki bu fonlar ülkelerarası faiz farkıyla hareket etmekte ve kısa vadeli kâr fırsatlarını değerlendirme amacını taşımaktadır. Bu fon girişleri ekonomide canlanma yaratmakta ve artan ithalatı finanse etmektedir. Hemen hemen tüm gelişmekte olan ülkelerin “karabasanı” olan bu fonların kaçacağı korkusu makroekonomik politikaların şekillenmesinde önemli rol oynamaktadır (Balkan ve Yeldan, 1996).

Merkez Bankası’nın 1990 yılı başında açıkladığı para programı Merkez Bankası bilançosunu yeniden yapılandırmaya yönelik orta vadeli bir stratejinin parçasıdır. Bu programla birlikte, Merkez Bankası miktar tipi enstrümanlardan (zorunlu karşılık oranı, kredi tavanları gibi) fiyat duyarlı enstrümanlara (açık piyasa işlemleri) geçmiştir.

Hazine, Merkez Bankası’ndan 1971 yılından itibaren bütçenin %15’i kadar borç alabilmektedir. Kamu borçlanmasının monetizasyonu kurumsal yapı, yüksek bütçe açıklarıyla biraraya geldiğinde Merkez Bankası varlık genişlemesini kontrol etmekteki gücü azalmaktadır. 1994 finansal krizinden sonra Hazine’nin Merkez Bankası’ndan borçlanması yeniden düzenlenmiş, bütçe harcamalarındaki yıllık değişimin azalan oranları sınırı getirilmiştir.

Hükümetler özellikle 1991’de yaşanan Körfez Krizinden sonra kamu sektörü açıklarını kontrol etmekte sıkıntı çekmişlerdir. Finansal sistemin sıhğı da gözönüne alınırsa, Hazine’nin faiz oranlarında oynama yaratmadan ve/veya özel sektördeki fon taleplerini “crowd out” etmeden borçlanabilmesi zor gözükmemektedir. Bu nedenle Hazine, Merkez Bankası’nı kamu açıklarını finanse etmeye zorlamakta ve bunun sonucu Merkez Bankası varlıkları artmaktadır. Bu problem nedeniyle 1991

ortalarından itibaren Merkez Bankası, Merkez Bankası Parasını kontrol etmekten ziyade likidite fazlasını kontrol etmeye önem vermeye başlamıştır.

1993 yılı kısa vadeli sermaye hareketlerinin yarattığı ekonomik canlanma sonucu cari işlemler açığının 6.5 milyar dolara yaklaştığı, kamu kesimi borçlanma gereğinin %12.2'ye ulaştığı “sıcak” bir yıl olmuştur. 1993 yılında iktidara gelen yeni hükümetin kısa vadeli hedeflerinden biri iç borçlanma faizlerinin düşürülmesi olmuştur. 1993'ün son çeyreğinde, Hazine, faizlerin yüksek olduğu gerekçesiyle açılan dokuz ihaleden altısını iptal etmiştir.

Diğer taraftan, cari işlemler açığının rekor seviyelere ulaşması piyasalardaki devalüasyon beklentilerini güçlendirmiştir. Hükümet yetkilileri tarafından döviz müdahale edilmeyeceği yönündeki açıklamalar döviz piyasasındaki spekülatif dalgalanmayı şiddetlendirmiştir. Fonların döviz kaymasının bir diğer önemli nedeni de 1994 yılından itibaren kamu kağıtlarından sağlanan gelirlerden yüzde 5'lik gelir vergisi alınmaya başlanmasıdır. Merkez Bankası TL.'nin hızlı değer kaybını önlemek için piyasaya yaptığı müdahalelerde 1993'ün son ayında 1 milyar \$ kullanmıştır. Merkez Bankasının resmi döviz kurları ile serbest piyasadaki fiyat arasındaki makas 1994 yılının başından itibaren açılmaya başlamıştır. Örneğin 14 Ocak'da yüzde 5.4 olan makas, 19 Ocak'da yüzde 22.9'a kadar çıkmıştır. Bunun üzerine 26 Ocak'da yaklaşık yüzde 14'lük devalüasyon yapılmıştır. Devalüasyon sonucu resmi döviz kurları ile serbest piyasadaki fiyat arasındaki marjin kapanmaya başlamıştır. TL.'nin değer kaybı Nisan 1994'e kadar sürmüştür. Bu süreçte bankalar açık pozisyonlarını kapatmaya yönelmiştir. Bu durum da Merkez Bankasının rezervlerinin hızla erimesine neden olmuştur. Ocak başında 6.2 milyar \$ olan rezervler 8 Nisan'da 3 milyar \$'a kadar inmiştir.

Bu dönemde Merkez Bankası faiz düşürme politikasına uygun hareket ederek, interbank piyasasında faiz oranlarını yükseltmemiş ve net alıcı olarak 20 Ocak'a kadar günlük ortalama 10.2 trilyon TL.'lik işlem yapmıştır. Bu tarihten sonra ise TL.'nin değer kaybını durdurmak için interbank gecelik faizleri görülmemiş oranlara yükselmiştir. Artan monetizasyonun yarattığı likidite fazlasının döviz kaymasını önlemek için Merkez Bankası'nın yaptığı açık piyasa işlemleri bankanın kağıt portföyünün tüketilmesiyle yetersiz kalmıştır.

Hazine'nin Merkez Bankası'na açık piyasa işlemleri için gereken miktarda kağıt vermemesi iki kurum arasındaki ekonomik politikaların eş güdümünde sorunlar olduğunu göstermektedir (Kaya, 1998).

Kamu açıklarının iç borçlanma yapılmadığı için büyük ölçüde monetizasyonla finanse edilmesi sonucunda 1994 yılının daha ilk ayında kısa vadeli avans limitinin yarısı kullanılmıştır. Hazine bu noktadan sonra yeniden iç borçlanmaya gitmeye çalışmış ancak artan likiditenin dövizde yönelmesi, piyasada devalüasyon beklentilerinin ve belirsizliklerin artması sonucunda piyasadan beklenen talep gelmemiştir.

Yaşanan finansal kriz makroekonomik dengelerdeki bozulma sonucunda ortaya çıkmıştır. Uygulanan istikrarsız politikaların zaten mevcut olan mali bozulmayı artırması, cari işlemler açığının kısa vadeli sermaye girişi ile finanse edilerek hızla büyümesi ve bunun sonucu döviz piyasasındaki dalgalanmalar bu krizi şiddetlendirmiştir. Bu noktada finansal serbestleşmenin yarattığı döngüsel etkilerden söz etmekte fayda vardır. Türkiye ekonomisi de pek çok gelişmekte olan ülkede (Şili, 1981-1982, Meksika ve Arjantin, 1994-1995) yaşanan genişleme-daralma ve kriz döngüsünü yineleyerek sürdürmektedir (Akyüz, 1995).

Bu döngüye göre kamu/özel kesim açıklarının finansmanı için uygulanan yüksek faizler, özellikle spekülasyon nitelikli sermaye girişine yol açmakta; bu girişler döviz kurunda reel değerlendirilme yaratarak yurtiçi talebin canlanmasına neden olmaktadır. Reel kurun değer kazanması cari işlemler açığının artmasıyla birleşince reel devalüasyon beklentileri güçlenmektedir. Tasarruf- yatırım açığının artması, bu açığı finanse eden cari işlemler açığını da artırmaktadır. Cari işlemler açığının sürdürülemez boyutlara ulaşması devalüasyon beklentilerini artırmakta, belirsizliklerin artmasının yolaştığı bir güven bunalımı yaşanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal piyasaların kırılgan yapısı nedeniyle sistemin politika hatalarına karşı duyarlılığı artmaktadır. Süreç sermaye ve döviz piyasalarından başlayıp tüm ekonomiyi içine alan krizle sona ermektedir (Akyüz, 1995).

6.5.9 Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisine Etkileri

Sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini toparlamak gerekirse yatırım, karlılık ve yurtiçi talep konularının ana başlıklar olması gerekmektedir.

Yurtiçi talebi incelediğimizde, 1994 krizini saymazsak, Türkiye’de banka kredilerinin mevduatların üzerinde bir seyir izlediği görülmektedir. Tüketici kredilerinde yakın zamanda meydana gelen patlama yükselen iç talebin bir göstergesi olmaktadır. Ülkeye giren yabancı sermayenin yatırım projelerinde ek fon olarak kullanılmak yerine tüketim ve tüketim mallarının ithalinde kaynak olarak kullanılması birçok araştırmacı tarafından da daha önce belirtilmiştir. Kamu sektörünün giriş yapan fonları ücret arttırımında kullanması 1990’lı yıllarda artan iç talebin en önemli sebeplerinden biridir. 2000 yılında hükümet tarafından uygulanan istikrar politikasının Türk Lirası’nı aşırı değerlendirmesi, faizlere müdahale edilmemesi ve oranların düşmesi yine iç talebi arttırıcı etkiler yaratmıştır.

Yerel paranın değerlenmesi dış ticarete konu olan sektörlerde ithalatı arttırmaktadır. Bu ise ülkenin uluslararası rekabet gücüne zarar vermektedir. İmalat sektöründe rekabet gücünün kaybedilmesi, bununla birlikte dış ticarete konu olmayan hizmet ve ticaret sektörlerinde genişleme yaşanması bu sürecin sonuçlarıdır. 1980’lerle birlikte ülkede ticaret dışı malların üretiminin payı artmakta, ticarete konu olan sektörlerde ve imalat sektöründe düşüş yaşanmaktadır. Bu düşüş 1990’larda daha da hız kazanmıştır.

1989’da sermaye hareketlerinin serbestleşmesini izleyen dönemde ülkeye giren sıcak paranın da etkisiyle değerlenen TL girdi maliyetlerinde düşüşe neden olmuştur. Bu nedenle örneğin imalat sektöründe ücret artışına rağmen karlılık (mark up fiyatlama oranları) artmaya devam etmiştir. Buna rağmen yatırım artmamıştır. “Yatırımsız karlılık” da denen bu süreç gelecekte gelişmekte olan ülkelerdeki reel sektörün küresel işbölümünde üstleneceği rolü de belirleyebilecektir. (Yentürk, 2001)

Türkiye özellikle yurtdışından gelen spekülâtif fonların kamu harcamalarının finansmanında kullanıldığı bir ülke olmuştur. Rantçılar devlet kağıtlarından maksimum kar elde ederken endüstri firmaları faaliyet dışı rant benzeri alanlarda kar etmeye başlamıştır. Faiz oranlarının doğal olmayan yollardan düşürülmeye çalışılması yurtdışında kredi notunun düşmesine sebep olurken yurtiçinde de dövize hücumu sebep olmuştur. Sonuçta faiz oranları hiç olmadığı kadar yükselmiş, üç haneli devalüasyonlara gidilmiş, çıktı daralması yaşanmış, işsizlik artmış ve reel ücretler düşmüştür. Spekülâtif sermaye Türkiye’de hem kamu hem de cari işlem açıklarına yol açmaktadır. Daha da tehlikelisi entegre olmuş finansal pazarlar ortamında popülist politikalar da uygulanabilmektedir.

1994 krizi sonrası sermaye girişleri faiz ödemeleri ve borç hizmetleri için kullanılmıştır. Özellikle 1996'nın ikinci yarısından itibaren ülkenin durumu düşen faiz oranları ile birlikte kamu açıkları, TL'nin değerlenmesiyle birlikte cari işlemler açığı, yetersiz rezervler, borçlarda artış ve yüksek oranda para değişimi özelliklerini taşımıştır. (Yentürk, 1999)

6.6 2000'lerde Türkiye'de Yabancı Sermaye

6.6.1 Sermaye Hareketi Büyüklükleri

Türkiye ekonomisi 1950'li yıllarda başlayan bir süreçte dış dengesini artan ölçüde dış ticarete müdahale ve kambiyo kontrolleri çerçevesinde kurma çabası içinde olmuştur. 1960'lı yıllarda benimsenen ithal ikamesine dayalı sanayileşme stratejisi söz konusu müdahaleyi dengelemeyi bilinçli bir tercihe dönüştürmüş, dış kaynak kullanımı ise bu dönemde sanayileşmenin dış finansmanı olarak algılanmıştır. Aynı dönemde ekonominin dövizli işlemlerinin Merkez Bankasında toplandığı ve sermaye hareketlerinin mutlak kambiyo denetimine tabi olarak merkezleştirildiği gözlenmiştir. Bu nitelikte müdahale ve denetim döneminin genel kalkınma anlayışının dışında değildir. Bretton Woods sisteminin yarattığı olanaklar özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaygın biçimde kullanılmıştır. Mal ve hizmetlerin uluslararası düzeyde dolaşımına müdahalenin yanısıra sermaye hareketlerinin salt cari açıkların finansmanı doğrultusunda denetlenmesi pek çok ülkede uygulanan ve kabul gören bir iktisat politikası seçeneği haline gelmiştir. Türkiye bu dönemde geçerli olan genel politika doğrultusunu benimsemiş ve dış ekonomik ilişkilerini bu doğrultuda düzenlemiştir.

1960'lı yılların sonuna doğru uluslararası planda bu genel anlayışın değişmeye ve dışa dönük, dünya ekonomisine entegre biçimde yürütülecek kalkınma stratejilerinin uzun dönemde daha başarılı sonuçlar verebileceği şeklinde bir anlayış kabul görmeye başlamıştır. Dünya ekonomisinde dengesizliklerin 1970'lerin başında taşınmaz boyutlara ulaşması sonucu patlak veren ekonomik kriz bu anlayışın egemen paradigma'ya dönüşmesine neden olmuştur. Krizden dünya ekonomisini daha rekabetçi, piyasacı ve entegre konuma taşıyarak çıkma çabası sonuçta küreselleşme dediğimiz süreci hızlandırmıştır. Bu süreç dış dengesini doğrudan müdahalelerle kurmak ve sermaye hareketlerini kambiyo denetimleriyle sınırlamak şeklinde bir

anlayışla kalkınma çabasını sürdüren ülkelerde yeni anlayışa ve koşullara uyum sorunu yaratmıştır.

Türkiye söz konusu uyum sürecini ulusal ekonomisine göre geç yansıtan ülkeler arasındadır. Dış ticareti doğrudan müdahalelerden arındırmak 1980'li yılların ortasında gerçekleştirilmiş, kambiyo denetimlerini kaldırarak sermaye hareketlerini bütünüyle libere etmek ise 1980'lerin sonunda tamamlanmıştır. Kambiyo rejiminin liberasyonu Türkiye ekonomisine yönelik sermaye hareketlerinin boyutlarını, türlerini ve sonuçlarını değiştirmiştir. Bu süreç içinde birbirine bağlı olarak gelişen üç önemli değişimden söz etmek mümkündür. Bunlardan birisi sermaye girişinin boyutunun genişlemesidir. İkinci değişim sermaye girişinin resmi kanallardan özel alanlara taşınması ve bu bağlamda vade yapısının ve türünün değişmesidir. Üçüncü değişim ise bu gelişmelerin sonucunda, ekonomiye akan uluslararası sermayenin, ekonominin dış dengesizliği ve cari açıklarıyla bağlantısı zayıflarken, rezerv birikimlerinin tırmanmasıdır.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerini incelediğimizde bu tür değişimlerin öteki ülkelerde de ortaya çıktığını saptamıştık. Türkiye ekonomisinde, liberasyon sonrasında, yani 1990'lı yıllarda ortaya çıkan tablo genel hatları itibariyle gelişmekte olan öteki ülkelerdeki gelişmelerle büyük ölçüde paralellik göstermektedir. Bu ise ekonominin, özellikle de finansal piyasaların küreselleştiğinin bir işareti olarak algılanmalıdır.

Türkiye ekonomisine giren uluslararası sermayenin hacmi, dış ticaret ve kambiyo rejimlerinin liberalleşmesi ve içeride para ve sermaye piyasalarının kurulmasının ardından hızla büyümüştür. 1980'li yılların ilk yarısında görece sınırlı boyutta ve oldukça dalgalı bir seyir izledikten sonra 1980'lerin ikinci yarısından itibaren uluslararası sermaye akımının boyutunun görülür biçimde büyüdüğü dikkat çekmektedir. 1980-1984 döneminde toplam sermaye girişinin yıllık ortalaması 561 milyon dolardır. 1985-1989 döneminde bu ortalama, 1988 yılındaki 958 milyon dolarlık net çıkışın da hesaba katılması halinde 980 milyon dolara, sadece sermaye girişlerinin ortalaması olarak da 1,465 milyon dolara yükselmiştir. Bu rakamlar Türkiye'ye uluslararası sermaye girişlerinin 1980'lerin ikinci yarısından itibaren hızlandığına ve bunun da ekonomide yaşanan finansal liberalleşmeyle yakından bağlantılı olduğuna işaret etmektedir.

Tablo 6.3 1980'lerde sermaye hareketleri (Milyon dolar) (TCMB, 2001)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Toplam Sermaye Hareketleri	73	1065	2124	1891	-958	780
Doğrudan Yatırımlar	113	99	125	106	354	663
Portföy Hareketleri			146	282	1178	1386
Diğer Uzun Dön. Sermaye Hareketleri	612	-513	1041	1453	-209	-685
Kısa Dönemli Sermaye Hareketleri	-652	1479	812	50	-2281	-584

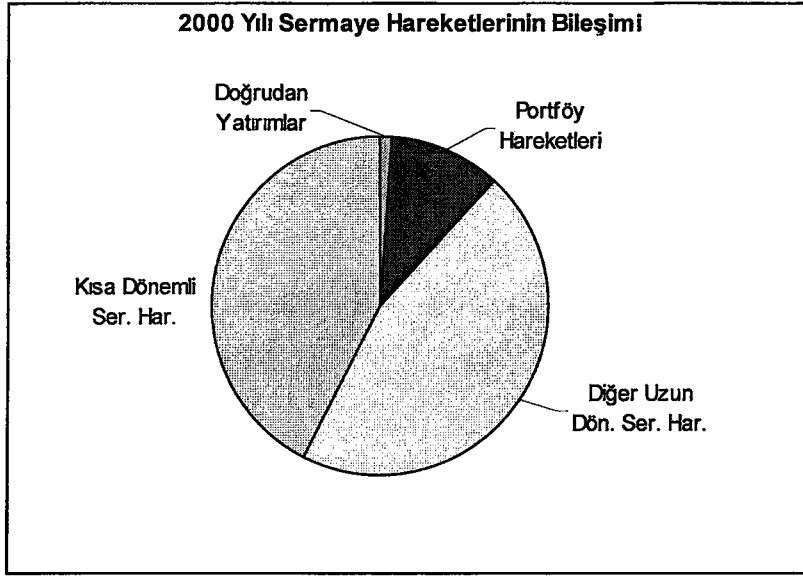
Tablo 6.4 1990'larda sermaye hareketleri (Milyon dolar) (TCMB, 2001)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001*
Toplam Sermaye Hareketleri	4037	-2397	3648	8963	-4194	4643	8763	8737	448	4671	9445	-666
Doğrudan Yatırımlar	700	783	779	622	559	772	612	554	573	138	112	1598
Portföy Hareketleri	547	623	2411	3917	1158	237	570	1634	-6711	3429	1022	-2402
Diğer Uzun Dön. Sermaye Hareketleri	-210	-783	-938	1370	-784	-79	1636	4788	3985	345	4276	-243
Kısa Dönemli Sermaye Hareketleri	3000	-3020	1396	3054	-5127	3713	5945	1761	2601	759	4035	381

* 2001 verileri sadece ilk iki ayın fiili rakamlarını içermektedir.

Yukarıdaki tabloda 1990'lı yıllarda ve 2000'lerin başındaki sermaye hareketlerinin yıllık hacmi verilmektedir. Görüldüğü gibi sermaye girişleri 1990'larda daha da hızlanmış ve hacmi büyümüştür.

1990'lı yıllardaki sermaye hareketlerindeki hacimsel büyümenin yanı sıra yıllık hareketlerdeki dalgalanmanın çok belirgin kırılmalar şeklinde gözlemlendiği iki önemli yıl vardır. 1991 ve 1994 yıllarında net sermaye girişi yerine net sermaye çıkışı olmuştur. Her iki yıl da özellikli yıllardır. 1991 yılındaki tersine hareket Körfez Savaşı nedeniyle ortaya çıkmıştır. 1994 yılındaki büyük boyutlu net sermaye çıkışı ise ulusal ekonomideki krizin sonucudur. 2001 yılı da henüz ilk iki ay ile temsil edilmesine rağmen diğer kriz yıllarında olduğu gibi geniş çapta sermaye çıkışını işaret etmektedir. Bu göstergeler, gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları finansal krizler ile sermaye hareketleri arasındaki yakın ilişkiyi de ispatlamaktadır.



Şekil 6.1 2000 yılı gerçekleşen sermaye hareketlerinin bileşimi. (TCMB, 2001)

Ödemeler bilançosu kayıt sistematiğine göre Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri dört ana kategoride toplanmaktadır. Tablolar da bu kategorik sınıflamayı yaratacak biçimde hazırlanmıştır. Buna göre sermaye hareketleri kısa vadeli sermaye, portföy hareketleri, doğrudan yatırımlar ve diğer uzun vadeli sermaye olarak ayrıştırılmaktadır.

1990-1996 döneminde, bazı yıllarda çok belirgin olmak üzere kısa vadeli sermaye hareketlerinin göreceli payının yükseldiği, buna karşılık doğrudan yatırımların payının gerilediği gözlemlenmektedir. Diğer uzun vadeli sermaye ile portföy hareketleri ise dalgalı bir seyir izlemektedir. Portföy hareketlerinin toplam sermaye hareketleri içindeki payının 1992 ve 1993 yıllarında ani ve hızlı bir çıkış göstermesi ve sonrasında söz konusu payın hızla gerilemiş olması ilginç bir bulgudur.

Bir başka ilginç ve önemli nokta 1994 krizinin ardından kısa vadeli sermaye hareketlerinin toplam içindeki payının görece yükselmiş olmasıdır. Örneğin krizin ertesi yılı olan 1995’de toplam sermaye girişinin dörtte üçünün kısa vadeli olması önemli bir eğilime işaret etmektedir. Öte yandan 1990’lı yıllarda uluslararası sermaye girişinin bir önceki yıla göre belirgin biçimde hızlandığı yıllarda bu hareketin sürükleyici türünün değişik olması da ilginç bir bulgudur. Örneğin 1992 ve 1993 yıllarındaki hızlanmanın sürükleyicisi kısa vadeli sermayedir.

Sonuç olarak 1980’lerin ortasından itibaren hızlanmaya başlayan sermaye hareketlerinin 1990’lı yıllarda belirgin bir biçimde genişleme yarattığı söylenebilir.

Bu çerçevede genelde kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlığının arttığı ve bunun son yıllarda daha da belirgin bir eğilim haline geldiği gözlenmektedir.

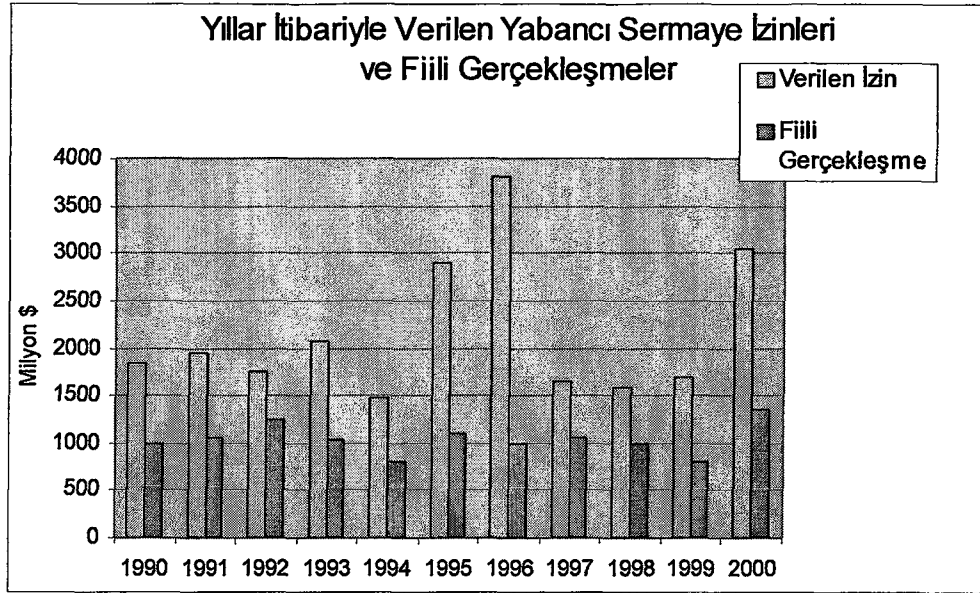
6.6.2 2000 Yılında Yabancı Sermaye

31 Aralık 2000 tarihi itibariyle izin verilen yabancı sermaye tutarı kümülatif olarak 28.612 milyon \$ tutarında gerçekleşmiştir. 2000 yılında izin verilen yabancı sermaye tutarı ise 3.060 milyon \$ olmuştur. 1999 yılında izin verilen yabancı sermaye tutarı 1.700 milyon \$ olarak gerçekleşirken, 1998 yılında bu miktar 1.647 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılında gerçekleşen yabancı sermaye izni, 1998 ve 1999 yıllarının aynı dönemlerine göre sırasıyla yaklaşık olarak %85.8 ve %80.0'lık bir artış göstermiştir.

Tablo 6.5 Son üç yıl itibariyle izin verilen yabancı sermaye (milyon \$)
(Hazine,2001)

	1998	1999	2000
Ocak	84	37	21
Şubat	218	109	39
Mart	137	284	458
Nisan	185	308	78
Mayıs	72	62	361
Haziran	243	133	246
Temmuz	99	232	245
Ağustos	22	24	340
Eylül	162	65	149
Ekim	98	122	392
Kasım	21	138	83
Aralık	306	186	648
Toplam	1.647	1.700	3.060

2000 yılı Ekim ayı itibariyle fiili giriş miktarı kümülatif olarak 13.795 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir. Bu oran, izin verilen yabancı sermaye miktarının yaklaşık olarak yüzde 48.2'sine tekabül etmektedir. Yukarıdaki grafikten de görüleceği üzere fiili gerçekleşmenin verilen izine oranı yıllar itibariyle %50'ler civarında seyretmektedir.



Şekil 6.2 Yıllar itibariyle verilen yabancı sermaye izinleri ve fiili gerçekleştirmeler.(Hazine, 2001)

2000 yılında, hizmetler sektörü %61.4 ile en fazla izin verilen sektör iken bunu imalat sanayi %36.45 ile takip etmektedir. Tarım sektöründe miktar olarak küçük fakat oransal olarak önemli bir artış olurken, madencilik sektöründe ise verilen izinler itibariyle önemli bir gelişme kaydedilmemiştir.

Aşağıdaki verilerden de görüleceği üzere, son üç yılda, izin verilen yabancı sermayenin sektörel dağılımı içinde imalat ve hizmetler sektörleri ağırlıklı bir yere sahiptir. 1998 ve 1999 yıllarında, verilen izinler içinde, imalat sektörünün payında bir artış olurken, 2000 yılında imalat sanayinde bir azalış, hizmetler sektörünün payında ise önemli bir artış olmuştur.

Tablo 6.6 Son üç yıl itibariyle izin verilen yabancı sermayenin sektörel dağılımı (milyon \$) (Hazine, 2001)

	1998	1999	2000
Tarım	5.75	17.19	59.74
Madencilik	13.73	6.76	6.32
İmalat	1.018.29	1.123.22	1.115.20
Hizmetler	609.67	553.40	1.878.64
Toplam	1.647.44	1.700.57	3.059.90

İzin verilen yabancı sermayenin ülke gruplarına göre dağılımı incelendiğinde OECD üyesi ülkeler geleneksel ağırlıklarını devam ettirmektedirler. Türkiye'ye gelmesine izin verilen yabancı sermayenin yaklaşık %90 oranındaki kısmı OECD ülkelerinden ve bunların içinden de büyük bölümü AB ülkelerinden gelmektedir.

Türkiye’de 2000 yılı itibariyle 5.328 adet yabancı sermayeli firma faaliyet göstermekte olup, bunların toplam sermayeleri 3.063 trilyon TL. ve bunun içindeki yabancı sermaye miktarı da 1.663 trilyon TL. dir; bu miktar toplam sermayenin %54.3’üne tekabül etmektedir.

1998,1999 ve 2000 yıllarında, ülkemizde sırasıyla 465, 417 ve 378 adet yabancı sermayeli firmanın kuruluşuna izin verilmiştir.

İzin verilen yabancı sermayenin yatırım türlerine göre dağılımında, aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere, 1999 ve 2000 yıllarında yeni ve iştirak yatırımları en yüksek paya sahip olmuşlardır.(Hazine, 2001)

6.6.3 2000 İstikrar Programı

2000 yılı istikrar programı döviz kurunu bir nominal çıpa olarak kullanmayı amaçlamıştır. Program, yabancı kaynakların girişine dayalı bir yapıya sahip olmuştur. Bu durum, döviz kuru ile ilgili hedefin ve sürdürülebilir artışıdaki rezervlerin, cari işlem açığının üzerinde yabancı kaynak bulunmasına bağlı olmasından kaynaklanmaktadır. Programın en büyük riski dış ticaret açığına ve sermaye girişlerine bağlı olması olmuştur.

Merkez Bankası’nın müdahale etmeme politikası giriş yapan yabancı kaynakların parasal tabana etkisinin sterilize edilmemesi ve faiz oranlarını doğrudan etkileyebilmesi sonucunu doğurmuştur. Döviz kurları ve faiz oranları gibi devletlerin en önemli iki müdahale aracının kullanılamaması ve yabancı kaynakların etkisine bırakılması uluslararası krizlerin ve dalgalanmaların etkisine karşı ekonomiyi savunmasız bırakmıştır. (Yentürk, 2001)

Nitekim, gerek programın yürütülmesinde karşılaşılan problemler gerekse de Arjantin ekonomisindeki gelişmelerin etkisiyle sermaye gelişen piyasalara daha ihtiyatlı yaklaşmış, 2000 yılının ikinci yarısında Türkiye’ye dış kaynak girişinin azalmasına yol açmıştır. Dış kaynak girişinin azalması likiditenin artış hızını yavaşlatmış, yabancı yatırımcıların programa karşı güveni sarsılmış, Kasım ayının ikinci yarısında kısa vadeli faizlerde yaşanan sıçrama ile eşanlı olarak tahvil-bono ve hisse senedi fiyatları keskin bir biçimde düşmüştür. Yabancı yatırımcıların ülkeyi terk etme çabaları sonucunda Merkez Bankası’nın 6 milyar dolar civarı döviz satışında bulunması döviz rezervlerini azaltmıştır. Kriz sırasında yabancı bankaların 2000 yılında artan miktarda vermiş oldukları kredileri geri çağırmaları rezervlerin

erimesine ve döviz kuru üzerinde baskı olmuşmasına neden olmuştur. (Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, 2001)

Şubat ayında Türkiye'nin yaşadığı kriz gelişen piyasaların maruz bulunduğu tehlikeler için bir örnek olarak verilmektedir. Türkiye'de başlayan bunalımın, gelişen piyasalarda kuru çıpa olarak kullanan ve büyüyen cari işlem açıklarını sermaye girişleriyle karşılamayı planlayan istikrar programlarının sonunda çıkan bunalımlarda görülen özellikleri taşıdığına dikkat çekilmektedir. Kuru çıpa olarak kullanan istikrar programları genel olarak yerli paranın aşırı değerlendirildiği bir aşamadan geçmek zorunda ve bu da dış ticaret açığına yol açtığı için programın sürmesi sermaye girişlerine bağlı olmaktadır. Bu da bu tip programların zayıf noktasını teşkil etmektedir. Dolayısıyla sermaye hareketlerinde aksi bir gelişme her zaman bu gibi programların çöküşüne yol açabilir.

Türkiye'de program kamu maliyesi ve bankacılık gibi alanlarda zaafılar varken ve yapısal dönüşüm ortamında uygulamaya başlandı. Bankaların krize girdiği bir dönemde Merkez Bankası'nın Uluslararası Para Fonu'na taahhüt edilmiş para kuru işleyişi içerisinde kendi iç varlıklarını kontrol etmeye yönelmiş olması uygulama sorunu yaratmış, kamu maliyesinin ağır bir iç borç yükü altında olması ve uygulanan yanlış faiz politikası programın başarı ihtimalini azaltmıştır.

Kasım 2000'de güven sarsılıp ekonomi sermaye kaçışına maruz kalınca, Merkez Bankası, bir para kurulu rejiminin tipik seçenek ikilemi ile karşılaştı.: Kuru koruyup finansal sistemin çökmesine göz yummak ya da finans sistemini kurtarmak için iç varlıkları kontrol hedeflerinden vazgeçmek. Neticede ikincisi tercih edildi. Fakat enflasyon hedeflerinin program hedefleri uyarınca azalmaması, faiz hadlerinin aşırı yüksek seyretmesi ve ekonominin daralmaya girmesi programın başarısızlığını belli etti ve Şubat'ta büyük bir sermaye çıkışı hükümeti programı terk etmek mecburiyetinde bıraktı. Hükümet geleneksel talep kısma yöntemleri ile enflasyonu doğrudan hedefleyen yeni bir istikrar politikası uygulamaya başlamıştır. Rapora göre, gelir dağılımı çok dengesiz iken ve geçim düzeyi düşerken, bu politikanın yaratacağı ekonomik daralmanın fakir halka yükleyeceği külfet siyasi bakımdan kaldırılamaz hale gelebilir. İhracat artışı ve dış yardım ile enflasyon düşürülemez ve büyüme sağlanamaz ise sıkı makroekonomik politikaları sürdürmek çok zorlaşabilir. Bu durumda enflasyon tekrar şahlanabilir. (UNCTAD, 2001)

7. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME: KÜRESEL BİR PAZAR OLARAK TÜRKİYE VE İSTENEN SERMAYENİN GELMEME NEDENLERİ

1970'lerden sonra dünya ekonomilerine hakim olan küresel liberal anlayış sermaye hareketleri açısından bir dönüm noktası olmuştur. Bu anlayış genel bir trendin ötesinde aynı zamanda bir politik amaç ya da bir ideoloji haline gelmiş; uluslararası kuruluşlarca kurumsallaştırılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde yeni finansal piyasalar “kurdurulmuş” ve kambiyo denetimleri gevşetilmiştir. Gelişmiş ülkelerde İkinci Dünya Savaşı sonrası kalkınma döneminin yarattığı tasarruf birikimi önündeki engellerin ortadan kalkmasıyla, özellikle 1990'lardan sonra biçim ve yön değiştirmiştir. “Gelişmekte olan ülkeler (emerging markets)” adı verilen ve yeni küresel düzene oluşturdukları yeni finansal piyasalarla ayak uydurmaya çalışan bu ülkeler yoğun bir biçimde söz konusu sermaye hareketlerinin bombardımanına uğramışlardır.

Yaşanan değişim uluslararası sermaye hareketlerine aşağıdaki özellikleri katmıştır:

- Küreselleşme öncesinde “resmi kaynaklı” hareketler ön planda iken, özellikle 1990'lardan sonra “özel akımlar” ön plana çıkmıştır. Özellikle hisse senedi portföy yatırımlarında bir gelişme söz konusudur.
- Ödemeler bilançosundaki cari işlemlerle, mal hareketleriyle olan ilişkileri zayıflamıştır. Bu durum sermaye hareketlerinin uluslararası ticaret ve üretim ile olan bağlantısının önem kaybettiğini göstermektedir.
- Gelişen teknolojinin de yardımıyla küresel çapta dolaşım hızları artmıştır, “sıcak para” adı verilen sermaye kütlesinin vadesi giderek kısalmıştır. Yeni oluşan piyasalara girişler kadar çıkışlar da artmıştır.
- Ulusal ekonomilerin finansman ihtiyacını karşılamak yerine spekülatif arbitraj karları peşinde koşan bir yapıya bürünmüşlerdir.
- Neredeyse tamamı “gelişmekte olan ülkeler (emerging markets)” adı verilen yaklaşık 20 ülkede yoğunlaşmıştır. Bu grup gelişmemiş ülkelerin tamamını

içermemektedir. Dışarıda kalan az gelişmiş ülkelere (Afrika, Güney Asya vs.) yönelen yatırımlar geçmişe oranla toplam akımlar içindeki payını büyük ölçüde yitirmiştir.

- Yöneldikleri ülkelerin iç ekonomik ve hatta siyasi gelişmelerine karşı hassasiyetleri artmıştır.

Küreselleşmeyi destekleyen ekonomistlerin söz konusu düzeni savunurken kullandıkları argüman sermayenin küresel dolaşım serbestisi kazanmasının dünya ekonomisine “etkin”lik kazandıracağı beklentisidir. Buna göre sermaye en verimli çalışacağı bölgede yatırıma dönüşecek; finansal piyasaların etkin işlemesine ve daha çok tüketicinin isteklerine yönelik üretime katkıda bulunacaktır. Ancak buna katılmayan ekonomistler henüz dünya çapında yayılan sermayenin etkinliğinde bir eşitlik söz konusu olmadığını belirtmektedirler. “Uluslararası finans”tan çok “uluslararası ticaret”te bir etkinlik beklenmektedir. Uluslararası ticaret ve üretimdeki gelişme ise “küreselleşme” öncesi dönemdekinden daha hızlı değildir. Uluslararası finanstaki büyüme reel ekonomik aktivitelerdeki büyümeyi dramatik bir biçimde geride bırakmış ve küreselleşme döneminin belirleyici özelliklerinden biri haline gelmiştir.

Gelişmekte olan piyasalara dönük bu ilgi temelde kar dürtüsüne dayanmaktadır. Küreselleşme öncesi dönemde dış ekonomik ve siyasi ilişkiler çerçevesinde doğrudan yatırım ve resmi yardım kimliğindeki yabancı sermaye yatırımları yeni dönemde özel akım niteliği kazanınca spekülatif kar dürtüsünün ön plana çıkması da kaçınılmaz olmuştur. Yatırımcıların bu ülkelere yönelik ilgilerindeki artışın sebepleri ise aşağıdaki biçimde özetlenebilir:

- 1990’lı yıllarda gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında düşüş eğilimi mevcuttur. Yatırımcılar bu nedenle görece olarak daha cazip arbitraj olanakları sağlayan Latin Amerika ve Doğu Asya piyasalarına yönelmişlerdir. Bu yöneliş söz konusu piyasalarda faiz oranlarında artışa da neden olmaktadır.
- Yabancı yatırımcılar değişken özelliği artan dünya piyasalarında varlıklarını risklere karşı korumak için portföylerini farklı piyasalara paylaştırarak risklerini dağıtmak istemişlerdir.

- Bölgesel ticaret anlaşmaları ve ülkelerin politikalarındaki destekleyici değişimler yatırımcılar için gelişmekte olan ülkeleri çekici kılmıştır.
- Gelişmekte olan ülkelerin henüz keşfedilmemiş birer pazar oluşu, hammadde ve işgücü maliyetlerindeki düşüklük, “yatay ve dikey bütünleşme” ve “ölçek ekonomileri”nden faydalanma isteği gibi makroekonomik değişkenlere bağlı amaçlar daha çok “doğrudan yabancı sermaye yatırımları” için geçerli olmuştur.
- Gelişmekte olan ülkelere yatırımın popüler olması da önemli bir etken sayılabilir. Birkaç ülkede kazanılan anormal kar genel anlamda tüm gelişmekte olan ülkelere akımı hızlandırmaktadır. Kuşkusuz bunun tersini söylemek de mümkündür. Yaşanan krizlerde aynı gruba giren tüm ülkeler aynı muameleyi görebilmekte, kurunun aynında yaş da yanabilmektedir. Temmuz 2001’de Türkiye’nin yaşadığı ani sermaye çıkışının sebeplerinden birisi de Arjantin’in yaşadığı kriz olmuştur.

Uluslararası sermaye kazandığı spekülâtif özellikten ötürü gelişmekte olan ülkelerin yeni oluşturdıkları zayıf finans piyasalarında istikrarsızlık yaratmaktadır. Bu ülkelerin finans piyasalarında yaşanan krizler gelişmiş ülkelerin aksine reel ekonomik değişkenleri de doğrudan etkilemektedir. Dolayısıyla makroekonomik yönetim zorlaşmaktadır. Yoğun bir biçimde uluslararası sermaye akımlarına maruz kalan gelişmekte olan ekonomilerde yaşanan değişimler ve etkiler aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

- Gelişmekte olan ülke kendi potansiyelinin ötesinde kaynak bulma imkanına sahip olmuştur. Bu durum özellikle büyük sermaye girişi sağlayan ülkelere 1990’lar boyunca hızlı bir ekonomik büyümeyi beraberinde getirmiştir.
- Politik otonomi kaybı yaşanmaktadır. Çünkü makroekonomik yönetimde kullanılan araçların etkisi kontrolsüz giriş ve çıkışlarla piyasa değişkenlerini etkileyen sıcak para nedeniyle zayıflamaktadır. Ani sermaye giriş çıkışları beraberinde hızlı kur değişimleri ve kriz tehdidi yaratmaktadır. Makroekonomik büyüklüklerdeki dengesizlik ve istikrarsızlık piyasalarda yatırımcıları yönlendirme rolünü üstlenen finansal göstergelerin finansal varlıkların fiyatlarını doğru biçimde yansıtmaması sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Bu ise beklenen “etkinlik” önünde bir engel oluşturmaktadır.

- Spekülatif akımları sterilize etmek için kamu borçlanmasına gidilmesi söz konusu ülkelerde borçlanma krizlerine neden olmaktadır. Borçların önemli bir kısmı yabancı para cinsinden olduğu için spekülasyona açık olmaktadır.
- Ancak asıl borçlanma etkisi özel sektörde yaşanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin neredeyse tamamında liberalizasyon beraberinde özel sektörde dev dış borçlara yol açmıştır. Yerel finansal sistemin aracılığında yerel yatırımcılar uluslararası piyasalarda cazip borçlanma olanakları bulmuşlardır. Özellikle tahvil yoluyla borçlanma popüler olmuştur. Söz konusu ülkelerdeki özel sektörün yeterli sermaye tabanına sahip olmaması yine dış borç krizlerine yol açmaktadır.
- Borçlanma yapısının daha çok yabancı para cinsinden olması ve büyük bir kısmının özel sektör tarafından yüklenilmesi beraberinde piyasalardaki fiyat dalgalanmalarına karşı hassasiyeti arttırmaktadır. Gelişmiş ülkelerde para piyasalarındaki kargaşa dönemleri diğer yerel piyasalara sıçramazken bahsedilen hassasiyet gelişmekte olan ülkede daha geniş ve makroekonomik düzeyde dengesizliklere ve krizlere neden olmaktadır. Yurt içi piyasalarda likidite sorunu yaşanmaktadır.
- Sermaye girişleri tüketimde artışa da neden olmaktadır. Finans sektörünün potansiyelinin çok ötesinde olanaklara ulaşabilme imkanına sahip olması, giriş yapan fonların ücret artışında kullanılması yurtiçi talebi ve ithalatı arttırmaktadır.
- Piyasalara egemen olan “oyunluk (volatility)” özelliği yatırımcıların uzun vadeli yatırım yapmak yerine likit kalmalarına neden olmakta, ekonomik verimliliği arttırıcı ve uzun vadeli “doğrudan yabancı sermaye” yatırımlarının önünü tıkamaktadır.
- Özelleştirme politikalarının da katkısıyla yeni oluşturulan finans piyasaları henüz gelişme ve olgunlaşma devresini yaşamadan yabancı sermayeye açıldığı için zamanla yabancı sermayeye bağımlı hale gelmiştir. Bu gelişmede kuşkusuz gelişmekte olan ülkede henüz yeterince tasarruf birikiminin bulunmaması da rol oynamıştır.

- “Risk” faktörü önem kazanmıştır. Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının geliştirmekte olan ülkeler için yaptıkları değerlendirmeler uluslararası sermaye hareketlerini yönlendiren bir rol oynamaya başlamıştır.
- Ekonomilerde “dolarizasyon” söz konusu olmuştur. Yerel piyasalarda yabancı para cinsinden işlemlerin serbest bırakılması yerel yatırımcıların tasarruflarını riskten ve krizlerin etkisinden korumak için döviz cinsinden tutmaya başlamalarına neden olmuştur.
- Sermaye girişi ülkenin döviz kurunda aşırı değerlenmeye yol açmakta ve ülkenin dış ticaret dengesini olumsuz etkilemektedir. İhracata konu olan sektörler uluslararası rekabette dezavantaja sahip olmaktadır.
- Uluslararası piyasalara açıklık söz konusu piyasalarda yaşanan gelişmelerin iç ekonomiye etkilerini de arttırmaktadır. dolayısıyla makroekonomik politikaların uygulanmasına ülkenin ekonomik değişkenleriyle hiç ilgisi bulunmayan küresel gelişmelerin de göz önüne alınması gerekmektedir.

Tüm bu değişimler ve ekonomik etkiler beraberine küresel liberal ideolojinin sermaye kontrollerinden tam anlamıyla vazgeçememesine neden olmaktadır. Her ne kadar geleneksel kambiyo denetimlerine dönüş söz konusu olmasa da finansal kriz tehlikesi belirdiğinde bir takım dolaylı önlemlerin alınması serbest bırakılmaktadır. Bu önlemlerin ana hedefi genelde kısa vadeli spekülasyon hareketleri olmaktadır. Gelişmiş ülkeler dahi ekonomiye büyük zararların söz konusu olabileceği durumlarda doğrudan veya dolaylı kısıtlamalara (zorlaştırmalara) gidebilmektedirler.

Kontrol yöntemleri arasında uluslararası finansal sistemin sağlıklı işlemesine yönelik “öngörülü (predictive) kontrol yöntemleri” giderek önem kazanmıştır. Basle Anlaşması çerçevesinde önemini arttıran sermaye ve likidite yeterliliği, rezerv yükümlülüğü gibi standartlar uluslararası finans sisteminin riskini azaltma amacındadır. Döviz işlemlerin ve açık pozisyonların vergilendirilmesi de öngörülü düzenlemeler arasındadır.

Anlatılan ekonomik gelişim çerçevesinde Türkiye’nin günümüze kadar gelen ekonomik sorunlarını değerlendirecek olursak, dış dengesizlik Türkiye ekonomisinin adeta kronik özelliklerinden birisidir. İkinci Dünya Savaşı sonrasında ekonominin ulusal kaynakların ötesinde kaynak kullanımı gerektiren bir büyüme rayına oturtulması cari açıkları ve dış kaynak kullanımını kronik bir olgu haline getirmiştir.

Dış dengesizliğin doğrudan müdahalelerle sınırlandırıldığı dönemlerde, ekonominin iç istikrarının sağlanamaması neredeyse dönemsel dış ödeme krizleri doğurmuş ve yüksek dozlu, kapsamlı istikrar programları uygulamaları zorunlu hale gelmiştir.

Ulusal ekonomiye akan uluslararası sermaye temelde ekonominin dış dengesizliği ile bağlantılıdır. Ödeme bilançosunda cari açık oluşması ortaya bir finansman sorunu çıkartmakta ve özellikle rezerv düzeyinin yetersiz olduğu durumlarda finansman ancak dış kaynak kullanımıyla sağlanmaktadır. Son yıllarda uluslararası sermaye hareketlerine egemen olan eğilim ulusal ekonomilerin dış dengesizlik boyutuyla sermaye girişi arasındaki bağlantıyı gevşetmişse de, bu ilişki bütünüyle ortadan kalkmamıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin gittikçe spekülative bir karakter kazanması ulusal ekonomilere ödeme açıklarının ötesinde sermaye dengesini kuramamış ekonomilerin aynı süreçte rezerv biriktirmelerini olanaklı kılmaktadır.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermayeye ihtiyaç duymalarının en önemli nedenleri, bu ülkelerdeki tasarrufun yatırımların gerçekleştirilmesi için yeterli olmaması ve uluslararası alanda know-how ve deneyime sahip sermayeye ihtiyaç duyulmasıdır. Yabancı sermaye, yerel şirketlerin uluslararası alandaki uzmanlarla ilişki kurarak küresel rekabete hazırlanması, dış pazarlara entegrasyonu, yeni teknolojilerin adaptasyonu konusunda etkili olmaktadır. İstihdamın sağlanması, iş gücünün kalitesinin artırılması, gelir paylaşımının düzenlenmesi, doğal kaynakların verimli bir şekilde kullanılması ve Türkiye pazarının dünya pazarına bağlanması yabancı yatırımın diğer faydalarıdır. Tüm jeopolitik önemine, ekonomik büyüklüğüne ve büyük potansiyel ve kaynaklarına rağmen ülke, dünya yabancı sermaye hareketlerinden beklenen payı alamamaktadır.

Türkiye'nin her yıl çekmesi gereken yatırım miktarı üzerinde, çeşitli spekülasyonlar yapılmaktadır. Bu rakamın asgari 25-30 milyar dolar seviyesinde olması gerektiğini söylemek mümkündür. Amerikan hükümeti tarafından 2000'li yıllar için geliştirilen "Gelişmekte Olan 10 Büyük Pazar" stratejisine gelişmekte olan en önemli 10 ülkenin, 2000 yılında ABD'nin dış ekonomik ilişkileri içinde bir Avrupa, ya da Japonya'nın düzeyine ulaşacağı, 2010 yılında ise, 10 ülkenin payının Avrupa'nın ya da Japonya'nın toplam hacmini aşacağı öngörülmektedir. Bu ülkeler arasında, Türkiye'ye önem bakımından Çin'den sonra ikinci sırada yer verilmektedir. Stratejinin geliştirildiği 1994 yılından bu yana meydana gelen gelişmeler, ulaşılan düzeylerin stratejide öngörülenlerin de ötesine geçebileceğini göstermiştir.

“Gelişmekte olan 10 büyük pazar stratejisi” içinde öngörülen gelişmeleri göstermeyen tek ülke Türkiye olmuştur. Stratejinin mimarı olan ABD’nin Dış Ticaretten sorumlu eski Ticaret Müsteşarı Jeffrey Garten’ın yaklaşımına göre Türkiye’nin 1998 yılında 50 milyar dolar yatırım çeken Çin’in gerisinde, 28 milyar dolar yatırım çeken Brezilya’nın önünde olması gerekmektedir. Yani, Türkiye’nin yılda 30-50 milyar dolar arasında bir rakamı yabancı yatırım olarak çekmesi gerekmektedir. Yukarıda verilen, Türkiye’ye gelen yabancı yatırım, bu rakamlarla kıyaslanamayacak bir seviyede bulunmaktadır. 1998 yılında Çin’in 50, Brezilya’nın 28, Polonya’nın 10 milyar dolar yatırım çekmiş olmaları, gerekli ortam hazırlandığında Türkiye’nin rahatlıkla sözü edilen rakamlara ulaşabileceğini göstermektedir. 1990 yılında Türkiye ilk kez 1 milyar dolar yatırım seviyesini yakaladığında, Çin 3.5 milyar dolar, Brezilya, Meksika ve Endonezya 1’er milyar dolar yatırım çekmiş bulunmaktaydı. 1990 yılında kişi başına çektiği yatırım rakamıyla Çin dahil bütün bu ülkelerin önüne geçmiş olması, Türkiye’nin bugün de böyle bir düzeyin rahatlıkla yakalayabileceğinin bir kanıtıdır.

ABD gibi İngiltere de Türkiye’yi en önemli on ülke kategorisine dahil etmiş ve Türkiye ile ekonomik ilişkilerin geliştirilmesi için harekete geçmiştir. Bu ve benzeri yaklaşımlar, strateji niteliğinde olmasa da, genel bir politika olarak birçok diğer ülkenin yaklaşımlarında da gözlenmektedir. Sahip olduğu potansiyele ve potansiyelin gereği, birçok yatırımcı ülkenin olumlu yaklaşımına rağmen, Türkiye’nin arzu edilen yatırım seviyelerine ulaşamamasının temelinde, ekonomik ve siyasi koşullarda varolan istikrarsızlığın yattığı bilinmektedir. Dünyanın en yüksek enflasyonlarından birine sahip Türkiye’de ekonomik istikrarsızlığı, yüksek bütçe açıkları, kamunun yüksek borçlanma ihtiyacı dolayısıyla faizlerin çok yüksek oluşu, özelleştirmede bir türlü mesafe alınamaması ve benzeri faktörler beslemekte, bunun yanında bir yatırımcı için son derece önemli olan fikri hakların özellikle telif hakları, ve markaların yeterince korunamaması, gümrük dışı engellemeler, fiyat kontrolleri, adliye sistemimizin eksiklikleri dolayısıyla, adaletin tecellisinde meydana gelen gecikmeler ve benzeri hususlar, yatırım ortamının cazibesinin kaybolmasına neden olmaktadır.

Yatırımcı için ekonomik istikrardan da önce, siyasi istikrar gelmektedir. Türkiye, ekonomik krizin yaşandığı 1994 yılından sonra, bir türlü istikrarlı bir siyasi ortama kavuşamamıştır. 1995 yılında, Başbakan Tansu Çiller’in Eylül ayında istifasına yol

açan 5-6 aylık siyasi çalkantı döneminden sonra, önce 10 ay hükümsüz kalmış, daha sonra da talihsiz Refahyol Hükümeti dönemi yaşanmıştır. 1997 yılında, ANAP-DSP Koalisyonunun kuruluşundan itibaren de erken seçim konuşulmaya başlanmıştır. Bu süreç, kesintisiz bir biçimde 57. Hükümet dönemine kadar devam etmektedir. Siyasi bakımdan son derece istikrarsız geçen bu dönem boyunca, Türkiye'ye yatırım kararı almış bir yatırımcı dahi, yatırım kararını sürekli ertelemiştir. Bugün hala ertelemeye devam etmektedir.

Dünyanın en önemli 10-15 pazarından biri olarak değerlendirilen Türkiye son dönemde yapılan pek çok çalışmada 500 milyar dolar dolayında bir büyüklüğe sahip olarak kabul edilmektedir. Türkiye ekonomisinin resmi büyüklüğü ise GSMH gözönüne alındığında 210 milyar dolardır. Dolayısıyla Türkiye'de en az GSMH büyüklüğünde bir kayıt dışı ekonomi bulunmaktadır. Türkiye'nin büyük pazar olmasının temelini teşkil eden Türkiye ekonomisinin bu ikili yapısıdır.

Bu gerçek yalnızca Türkiye'de yapılan araştırmalar ya da yetkililerin beyanlarından değil, satın alma paritesi açısından baktığımızda örneğin OECD tahminleri ile de doğrulanıyor. Bu rakamlar, Türkiye'nin niçin çok cazip bir pazar olarak görüldüğünü açıklıyor. Söz konusu değerlendirmeler her gün gelişen ve yabancılar açısından Türkiye'nin cazibesini daha da arttıran çevre pazarlar, özellikle Türki cumhuriyetler ve Karadeniz ülkeleriyle ilişkilerin yarattığı pazar olanaklarını kapsamıyor. Türkiye'de yatırımı bulunan yabancı yatırımcıların pek çoğunun söz konusu ülkelerdeki faaliyetlerini Türkiye merkezli olarak yürütmeleri Türkiye'nin bu ülkeler açısından arz ettiği önemin bir göstergesidir.

Büyük pazar olanaklarına ilave olarak Türkiye'nin insan kaynaklarının gelişmiş ülke insan kaynaklarının kalitesiyle kıyaslanacak derecede gelişkin olarak kabul edilmesi, altyapı olanaklarının iyi durumda olması, Türkiye'nin hemen tüm çok taraflı anlaşmalara katılmış olması ve 60 dolayında ülke ile yatırımların korunması ve çifte vergilendirmeyi önleme anlaşması imzalamış olması, Türkiye madalyonunun diğer yüzünü oluşturmaktadır. Daha istikrarlı dönemlerde Türkiye'de yatırım yapmış yatırımcıların yatırımlarını sürekli genişletmelerinin ve Türkiye'yi bölgesel merkez seçerek Doğu Avrupa'Dan Orta Asya'ya, Karadeniz ülkelerinden Orta Doğu'ya kadar çok geniş bir alanda faaliyetlerini Türkiye üzerinden yürütmelerinin altında bu gerçekler yatmaktadır. Türkiye'den kar transferleri çok düşük seviyelerdedir. 1954

yılından bu yana transfer edilen toplam yabancı yatırım karları 1,5 milyar dolar civarındadır. Karlar genelde yeniden yeniden yatırılmaktadır.

Neredeyse tüm ürünlerde kişi başına tüketim miktarları gelişmiş ülkelere göre çok az kalmaktadır. Bu da yabancı yatırımcı için ilgi çekici diğer bir unsuru oluşturmaktadır. Çünkü yatırımcılar için henüz tam keşfedilmemiş bir pazar olanağı yaratmaktadır. Yabancı yatırım sistemi yatırım izinleri şeklindeki vergi indirimleri, daha az gelişmiş bölgelerde yapılan yatırımlar için çeşitli yükümlülüklerin muaf tutulması gibi unsurlara dayanmaktadır.

Yerel ya da uluslararası, Türkiye’de üretim yapan tüm firmaları olumsuz etkileyen en önemli problemlerden biri yüksek enflasyon seviyesidir. Yabancı yatırımcılar Türkiye için koydukları sermayenin enflasyon ortamında değer kaybetmesinden şikayetçidirler. Enflasyon muhasebesine geçilmemiş olması, karların enflasyon etkisiyle fiktif bir şekilde yüksek görünmesi ve enflasyon etkisinden arındırıldıktan sonra vergilendirilmemesi yatırımcıların şevkini kırmaktadır.

AB ile ilişkilerde yaşanan belirsizlikler, günlük çıkarlara ve değerlendirmelere dayanan ekonomik politikalar yatırımcıların uzun vadeli plan yapmamalarına sebep olmaktadır. Yatırım yapanlar da içinde bulundukları risk ortamında işlerini genişletmemektedir.

Hukuksal sistemdeki eksikler de yabancı sermayenin önündeki engellerden biridir. Özelleşmiş mahkemelerin eksikliği, hukuksal sistemin ağır işlemesi, uluslararası işbirliğinin reddedilmesi yabancı yatırımcının Türkiye’de çabuk ve adil bir muamele göreceği konusunda şüpheli olmasına yol açmaktadır.

Yabancı sermayenin kendi problemleri de bulunmaktadır. Entellektüel ürünlerle ilgili haklar, patent hakkı gibi konularda her ne kadar olumlu gelişmeler de olsa, Türkiye uluslararası standartların oldukça gerisindedir. Tam bir koruma söz konusu olmadığı gibi, idari konumdakilerin bu konulara gerekli ilgisi yoktur. Üstelik varolan kanunsuz ortamdan yararlanan gruplara tolerans gösterilmesi, bunların baskılarına karşı boyun eğilmesi yabancı yatırımcı tarafından kabul edilmemektedir.

Fiyat kontrolleri, tarife dışı engellemeler kısa vadeli faydalar için orta ve uzun vadeli harcamakta ve Türkiye’nin dünyadaki imajını zedelemektedir.

Yabancı yatırımcıların karşılaştıkları bürokratik formaliteler de sürekli artmakta ve yabancı sermayenin amacıyla ilişkin belirsizlikler ve karışıklıklar yaratmaktadır.

YASED (Yabancı Sermaye Derneği) tarafından Başbakan'a bağlı, Hazine Müsteşarlığı gibi bir Uluslararası Sermaye Hareketleri Müsteşarlığı'nın kurulması önerilmektedir. Buna göre, Türklerin dış yatırımı ya da yabancıların iç yatırımı faaliyetlerini denetleyecek ve düzenleyecek olan bu kurum ilgili tüm izinler için başvuruları kabul etmeli ve değerlendirmelidir. Ayrıca diğer Bakanlıklarla koordinasyonu sağlamalıdır. Verilen izinleri ve yapılan başvuruları dosyalayan bu kurum diğer devlet kurumlarına gerektiğinde bilgi veren merci olmalıdır. Böylece yabancı kuruluşlar her resmi merciye değişik bürokratik engellerden geçerek ve zaman kaybederek bilgi vermek zorunda kalmayacaktır. İlgili müsteşarlık aynı zamanda ülkeye yabancı sermaye çekebilmek için tanıtım görevini de üstlenmelidir. (Arıman, 2001)

YASED'e göre yüksek öncelikli sorunlar:

- Entellektüel ürün haklarının korunmasındaki zayıflık.
- Uluslararası işbirliği ve uyumluluk konusundaki eksiklik.
- Özelleştirme ve Yap-işlet / Yap-işlet-devret projelerindeki eksiklikler.
- Yasal düzenlemelerdeki eksiklikler, etkin bir yargılama sistemine sahip olunamayışı.
- Enflasyon

Diğer sorunlar:

- Tarife dışı engellemeler.
- Bilgi eksikliği.
- Tek acenta yaklaşımının bulunmaması.
- Gereksiz formaliteler.
- Saydam olunmaması, yolsuzluklar.

Sonuç olarak Türkiye, yabancı yatırımcılar tarafından dünyanın en cazip yatırım noktalarından biri kabul edilmektedir. Türkiye bu potansiyelini, içinde bulunduğu istikrarsız koşullar nedeniyle realize edememekte, ülkeye gelebilecek yatırım miktarının ancak otuzda birini çekebilmektedir. Son dönemde atılmış bazı olumlu adımların arkasının getirilmesi, istikrar programının başarıya ulaşması, yatırım

ortamının eksikliklerinin giderilmesi ve Avrupa Birliği ile mevzuat uyumunun sağlanması sürecinde mesafe alınması sonucunda, Türkiye özlenen ölçüde yatırım çeken bir ülke haline süratle gelebilecektir. (Arıman, 2001)

YASED sorunun daha çok politik ve bürokratik sebepleriyle ilgilenmektedir. Ancak çalışmanın önceki bölümlerinde de sıkça değinildiği gibi küresel düzenin sistematik bazı sorunlara yol açtığı farklı özelliklerine rağmen sürekli aynı tip krizlerle başbaşa kalan gelişmekte olan ülkelerin durumundan kolayca anlaşılabilmektedir. Nitekim UNCTAD'ın 2001 raporu da artık finansal istikrarsızlıktan sadece gelişmekte olan ülkenin iç dinamiklerinin sorumlu tutulmasının yanlış olacağını, gelişmiş ülkelerin finans politikalarını belirlerken bu politikaların uluslararası piyasalarda yapacağı etkileri göz önüne almaları gerektiğini ileri sürmektedir.

Birçok ekonomist dünyadaki hızlı finansal genişlemenin artık sınıra dayandığı ve yeni bir ekonomik buhranın kapıda olduğuna işaret etmektedirler. Gelişmiş ülkelerin içine girdikleri durağanlık, talep kıtlığı, yaşanan şirket evlilikleri finansal sektörü besleme görevini üstlenen reel ekonomide durgunluğun birer göstergesidir. Serbestlik kazanan ve hızla yeni oluşan piyasalara yönelen uluslararası finansın kısa bir süre içinde uluslararası ticaret ve üretimle kopardığı bağı tekrar hatırlaması söz konusu olacaktır.

Finansal serbestleşme ile uzun vadeli yatırımcılara ev sahipliği yapacağını düşünen Türkiye için durum olumlu görünmemektedir. Yukarıda anlatıldığı üzere Türkiye hacim olarak beklentinin çok gerisinde kaldığı gibi bileşim olarak da özellikle son iki yılda kısa vadeli akımların oyun sahasına dönüşmüştür. Doğrudan yabancı yatırımlar telekomünikasyon alanındaki yatırım dışında yok denecek kadar azdır.

Bu süreçte ülkeye giren sermaye ise dış borçlanmada, kamu harcamalarının finansmanında kullanılmıştır –ki bu uygulanabilecek en tehlikeli politikalardan biridir. Oluşan dış borç yükü ve dış dengesizlik sonraki yıllardaki girişlerin de bu borçların faizlerinin ödenmesiyle harcanacağı anlamına gelmektedir. Aşırı değerlendirilen paranın yarattığı dış ticaret açığını spekülasyon sermaye hareketlerinin finanse edeceğine dair düşünce gelişmekte olan tüm ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de istikrar programının çökmesine sebep olmuştur.

Herşeyden önce ülkeye girecek sermayenin dış etkenlerden yani uluslararası piyasalardaki sermaye arzından, gelişmekte olan ülkelerin piyasalarına girmek moda

olduğundan veya diğer piyasalara göre ani anormal kazançlar önermesinden çok iç dinamiklerden kaynaklanması gerekmektedir. Söz konusu iç dinamikler yeni pazar olanakları yaratması, istihdam imkanlarına sahip olması, ölçek ekonomilerine imkan vermesi vs.'dir. İç dinamiklerin etkisiyle gelen sermaye daha çok uzun vadeli yatırımlara dönüşecektir.

Yoksa 1989 yılında serbestleştirilen yabancı sermaye ülkeye sıcak para biçiminde girdiği sürece döviz kurunu aşırı değerlendirecek, dış ticaret dengesini bozacaktır. Yapılması gereken, ihracat oryantasyonlu yatırım projeleri ile rekabet gücünü arttırmaya çalışmak olmalıdır. Yabancı kaynakların tüketimde harcanmak yerine üretken yatırımlara dönüştürülmesi gerekmektedir. (Yentürk, 1997)

Bu amaç Kemal Derviş öncülüğünde yeni oluşturulan istikrar programında da vurgulanmaktadır. Buna göre, portföy yatırımlarının dışında ülkeye istihdam, teknoloji ve katma değer açısından yararlı olacak yabancı sermayenin gelmesi kritik önem taşımaktadır. Doğrudan dış yatırım en yararlı yabancı sermaye olarak görülmektedir.

Türkiye için yıllık en az 5 milyar dolarlık yabancı sermaye girişi doğal görülmektedir. Doğrudan yabancı sermayenin Türkiye'ye girişini hızlandırmak için daha önce Anayasa'da yapılan değişiklikle getirilen uluslararası tahkim düzenlemesi ile ilgili kanun çıkarılacaktır. Doğrudan yatırımın önündeki idari ve bürokratik engellerin ortadan kaldırılması hedeflenmekte, yabancı sermaye yatırımlarını özendirmek amacıyla çeşitli kanuni düzenlemeler yapılacağı vaad edilmektedir. (Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, 2001)

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ülkenin üretim kapasitesini arttıracak, uluslararası teknoloji ve işletmecilik birikimlerini ülkeye taşıyacak, hükümetler için yeni vergi kaynakları oluşturacak, ihracatı arttırarak ödemeler dengesini iyileştirici etkide bulunacak, yerel ekonomiye dinamizm ve rekabet gücü kazandıracak, yerel piyasalardaki tekelci yapıya son vererek fiyatların düşmesine, üretimin artmasına neden olacaktır. Kuşkusuz bu yatırımlara destek olunurken ülkenin ihracat gücü yüksek sektörlerine öncelik verilmesi ve oluşturulacak stratejide dünya finansal piyasalarındaki rekabetle boy ölçüşebilecek sonuçlar alınması gerekmektedir.

Kısa vadeli akımların engellenmesi ise doğrudan kontrol ve kısıtlamaların giderek güçleştiği günümüzde ancak dolaylı önlemlerle gerçekleştirilebilir. Bu konuda

oluşturulacak bir resmi kuruluş s3z konusu hareketlerin ülke ekonomisine ciddi tehditler oluşturabileceği d3nemlerde çeşitli dolaylı uygulamalarla (vergilendirme, miktar kısıtlaması, çeşitli rasyo standartları vs.) duruma müdahale edebilmeli ve bu tür hareketlerin kar marjını azaltmak suretiyle onları demotive edebilmelidir.

Son olarak ülkede finansal sistemin ciddi bir reforma ihtiyaı bulunmaktadır. Daha 3nce de bahsedildiği gibi Türkiye’deki finansal sistem rant benzeri kazançlar için kullanılan bir araç olmaktan çıkması gerekmektedir. 3zellikle bankacılık sekt3rnde sert 3nlemler alınmalı, banka birleşmelerine olanak tanınmalı, vergi tabanı genişletilmeli, ülkenin içine düştüğü dış borç batağında 3zel sekt3r de payına dşen 3zveride bulunmalıdır.



KAYNAKÇA

- Akyüz, Y., 1995, Taming International Finance, *Managing the Global Economy*, Oxford Univ. Prs., Bölüm 3
- Akyüz, Y., Cornford, A., 1995, International Capital Movements: Some Proposals for Reform, *Managing the Global Economy*, Oxford Univ.Prs.,Bölüm 7
- Akyüz, Y., Cornford, A., 1999, Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System, *UNCTAD Discussion Papers No.143*
- Arıman, A., 2000, 2000'lerde Türkiye'de Yabancı Yatırımlar, <http://www.yased.com>
- Atıyas, İ. ve Ersel H., 1993, The Impact of Financial Reform: The Turkish Experience, *Financial Reform: The Theory and Experience*, World Bank
- Balkan, E., Yeldan, E., 1996, Financial Liberalization in Developing Countries: The Turkish Experience, Bilkent Üniversitesi, Ankara
- Berksoy, T., Saltoğlu, B., 1998, Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, İTO Yayınları, İstanbul
- Bohn, T., Tesar, L., 1996, Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets, *The World Bank Economic Review* 9
- Calvo, G .A., 1996, Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons, *International Journal of Finance and Economics Vol.1*, July
- Calvo, G. A., Liedermann, L., Reinhart, C. M., 1993, Capital Inflows and The Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors, *IMF Staff Papers*, 40
- Hazine Müsteşarlığı, 2001, Yabancı Sermaye Raporu, 2000 IV. Çeyrek, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü
- Helleiner, G. K., 1997, Capital Account Regimes and the Developing Countries, *UNCTAD International Monetary and Finance Issues for the 1990's*, New York

- Kaminsky, G., Lizondo, S., Reinhart, C. M., 1997**, Leading Indicator of Currency Crises, *IMF Working Paper 97/79*, July
- Kaya, Y., 1998**, Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği, DPT Yayınları, İstanbul
- Kumcu, E., 1995**, Kambiyo Rejimi, Ödemeler Dengesi ve Ekonomik İstikrar, *Türkiye İçin Yeni Bir Orta Vadeli İstikrar Programına Doğru*, No:95/6-180
- Seyidoğlu., H., 1998**, Uluslararası İktisat, Güzem Yayınları, 12. Baskı, İstanbul
- Somel., C., 2001**, 2001 Yılı UNCTAD Raporu ve Dünyada Kalkınma Sorunları, *Finansal Kriz ve Çıkış Önerileri*, <http://www.isletme-finans.com>
- Taylor, M. P., Sarno, L., 1997**, Capital Flows to Developing Countries: Long and Short Term Determinants, *The World Bank Review* 11
- TCMB, 2001**, Yabancı Sermaye İstatistikleri, <http://www.tcmb.gov.tr>
- Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, 2001**
- UNCTAD, 2001**, 2001 Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Raporu
- YASED, 2000**, Yabancı Yatırımcıların Yaşadıkları Problemler, <http://www.yased.com>
- Yentürk, N., Kepenek, Y., 1997**, Türkiye Ekonomisi, Remzi Kitabevi, 9. Baskı, İstanbul
- Yentürk, 1997**, The Last Fifteen Years of the Turkish Economy: Destined to be in Crisis, PrivateView
- Yentürk, 1999**, Short Term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Structure: Turkey in the 1990's, *The Developing Economies Vol. 37, No:1*
- Yentürk, N., 2001**, Stabilization Under the Threat of Global Financial Capital, *Paper for Middle East Economics Association Sessions in the Allied Social Science Associations Meeting*, Louisiana

EK 1

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Toplam								
Özel sermaye akımları (net)	124.5	141.3	189.0	224.2	120.3	53.0	69.8	32.6
Özel doğrudan yatırımlar (net)	56.6	80.9	96.8	120.2	144.9	151.0	150.3	143.9
Özel portföy yatırımları (net)	81.7	110.2	42.8	85.2	42.9	0.7	21.5	25.0
Diğer özel sermaye akımları (net)	-13.9	-49.8	49.5	18.7	-67.5	-98.7	-101.9	-136.2
Resmi akımlar (net)	54.1	8.2	31.3	0.9	56.8	62.1	10.6	4.8
Rezervlerdeki değişim	-64.5	-69.0	-118.9	-109.6	-62.4	-34.8	-85.5	-119.9
Cari açık	-116.9	-74.2	-92.2	-96.1	-71.0	-57.3	32.5	112.9
Afrika								
Özel sermaye akımları (net)	3.2	11.4	12.3	12.3	16.8	10.9	12.7	8.6
Özel doğrudan yatırımlar (net)	2.2	2.4	2.9	4.7	8.1	7.0	8.9	6.8
Özel portföy yatırımları (net)	0.9	3.5	3.1	2.8	7.0	3.7	8.7	4.3
Diğer özel ser. akımları (net)	0.0	5.5	6.4	4.9	1.6	0.1	-4.9	-2.4
Resmi akımlar (net)	4.5	5.0	3.9	-2.1	-1.8	2.7	1.4	-4.4
Rezervlerdeki değişim	3.2	-5.4	-2.0	-9.1	-10.6	1.9	-3.5	-14.4
Cari açık	-12.3	-12.3	-16.9	-6.3	-8.0	-20.5	-15.5	1.3
Gelişen Asya								
Kriz Ülkeleri								
Özel sermaye akımları (net)	20.7	33.4	38.9	64.0	-9.0	-32.7	-9.1	-10.2
Özel doğrudan yatırımlar (net)	6.7	6.5	8.8	9.8	10.5	10.9	7.8	8.6
Özel portföy yatırımları (net)	17.1	11.3	17.7	23.6	7.2	-9.3	3.6	4.0
Diğer özel ser. akımları (net)	-3.1	15.5	12.4	30.5	-26.7	-34.3	-20.5	-22.7
Resmi akımlar (net)	3.3	0.9	14.9	-3.9	14.6	17.8	-5.6	2.5
Rezervlerdeki değişim	-20.6	-6.1	-19.0	-5.4	39.4	-46.9	-39.3	-22.9
Cari açık	-13.5	-23.2	-39.1	-53.0	-25.5	69.9	62.9	44.8
Diğer Asya gelişen pazarları								
Özel sermaye akımları (net)	20.9	33.7	35.6	50.0	22.4	-14.3	9.6	8.4
Özel doğrudan yatırımlar (net)	26.4	38.2	39.7	45.7	49.7	48.5	42.8	38.5
Özel portföy yatırımları (net)	0.9	7.6	2.0	3.5	-0.1	-6.3	0.7	8.7
Diğer özel ser. akımları (net)	-6.3	-12.1	-6.1	0.8	-27.1	-56.4	-33.9	-38.8
Resmi akımlar (net)	8.2	2.3	-3.6	-7.9	-7.3	0.4	3.1	-5.9
Rezervlerdeki değişim	-16.7	-51.5	-25.4	-41.7	-46.9	-17.0	-38.7	-25.8
Cari açık	-7.2	18.3	8.1	14.9	51.0	41.5	38.3	33.3
Orta Asya, Malta ve Türkiye								
Özel sermaye akımları (net)	25.1	15.1	11.1	14.6	19.4	8.1	3.7	-16.2
Özel doğrudan yatırımlar (net)	3.3	5.3	7.4	8.3	7.3	7.9	7.9	9
Özel portföy yatırımları (net)	6.9	8.1	3	2.7	1.7	-11.4	-11.4	-2.1
Diğer özel sermaye akımları (net)	14.9	1.7	0.8	3.5	10.4	11.6	11.6	-23.1
Resmi akımlar (net)	5.6	2.3	3.2	4.7	2	8.5	8.5	-5.3
Rezervlerdeki değişim	1.2	-4.7	-11.3	-22.0	-20.8	10.3	10.3	-23.0
Cari açık	-29.9	-7.1	-5.9	4.2	1.9	-29.5	-29.5	54.8
Kuzey Yarımküre								
Özel sermaye akımları (net)	37.3	42.8	41.6	62.8	68.1	61.8	40.4	39.2
Özel doğrudan yatırımlar (net)	12.2	23.1	24.9	39.3	53.8	56.3	64.2	56.9
Özel portföy yatırımları (net)	47.2	62.4	2.5	38.0	19.0	19.9	10.4	4.7
Diğer özel sermaye akımları (net)	-22.1	-42.6	14.2	-14.4	-4.7	-14.5	-34.2	-22.3
Resmi akımlar (net)	30.5	7.8	17.5	6.1	16.2	15.4	7.4	17.1
Rezervlerdeki değişim	-20.7	4	-23.4	-29.4	-13.8	19.0	9.3	-12.9
Cari açık	-45.9	-52	-36.9	-38.9	-66.8	-90.2	-55.7	-47.9
Dönüşüm Halindeki Ülkeler								
Özel sermaye akımları (net)	17.4	4.8	49.6	20.5	2.5	19.2	12.5	2.8
Özel doğrudan yatırımlar (net)	6	5.3	13.1	12.4	15.5	20.5	21.6	24.2
Özel portföy yatırımları (net)	8.7	17.3	14.6	14.6	8.0	4.0	2.2	5.3
Diğer özel sermaye akımları (net)	2.7	-17.8	21.9	-6.5	-20.9	-5.2	-11.2	-26.7
Resmi akımlar (net)	2.1	-10.1	-4.5	4.0	33.1	17.3	-0.8	0.8

ÖZGEÇMİŞ

N.Çağrı Yazar 1993 yılında Kadıköy İntaş Lisesi'nden mezun olduktan sonra İ.T.Ü. İşletme Fakültesi İşletme Mühendisliği Bölümü'nde okumaya hak kazanmıştır. 1993-1994 öğretim yılında İ.T.Ü.'de İngilizce Hazırlık Sınıfı'nda okuduktan sonra başladığı İşletme Mühendisliği eğitimini 1998 yılında tamamladıktan sonra Fen Bilimleri Enstitüsü İşletme Mühendisliği Yüksek Lisans Programı'na başlamıştır.

1999 Temmuz'un Dışbank'a Mali Kontrol MT programı çerçevesinde giren N. Çağrı Yazar halen Dışbank Genel Müdürlük Mali Kontrol Planlama departmanında Yönetici Yardımcısı ünvanı ile çalışmaktadır.

