

**SERMAYE HAREKETLERİ, 1980 SONRASI GELİŞMEKTE
OLAN ÜLKELER ÜZERİNDE ETKİSİ VE TÜRKİYE ÖZELİNDE
İNCELENMESİ**

MUHAMMED FATİH KILIÇ

**IŞIK ÜNİVERSİTESİ
2020**

SERMAYE HAREKETLERİ, 1980 SONRASI GELİŞMEKTE OLAN
ÜLKELER ÜZERİNDE ETKİSİ VE TÜRKİYE ÖZELİNDE
İNCELENMESİ

MUHAMMED FATİH KILIÇ

IŞIK ÜNİVERSİTESİ, SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ,
MUHASEBE VE DENETİM TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI, 2020

Bu tez, Işık Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü'ne Yüksek Lisans (MA) derecesi
ile sunulmuştur.

IŞIK ÜNİVERSİTESİ
2020

IŞIK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MUHASEBE VE DENETİM TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

SERMAYE HAREKETLERİ, 1980 SONRASI GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER
ÜZERİNDE ETKİSİ VE TÜRKİYE ÖZELİNDE İNCELENMESİ

MUHAMMED FATİH KILIÇ

ONAYLAYANLAR:

Prof. Dr. Dilek TEKER
(Tez Danışmanı)

Işık Üniversitesi

Dr. Hüseyin MERT

Okan Üniversitesi

Dr. Öğr. Üyesi Levent POLAT

Işık Üniversitesi

ONAY TARİHİ: 20.01.2021

CAPITAL FLOWS, IMPACT ON DEVELOPING COUNTRIES AFTER 1980 AND REVIEW OF TURKISH ECONOMY

ABSTRACT

After 1980, with the increased globalization race investments in developing countries increased significantly with the lifting of barriers to capital flows. With the effect of globalization in the world economy, developing countries have started to look for ways to meet the capital they need with foreign investments. Capital flows in developing countries that are not ready for the liberalization trend, especially portfolio investments, have damaged the country's economy and plunged some countries into crisis. With the Economic Stability Decisions of January 24, 1980, Turkey entered this race and entered into full financial release with Decree No. 32 issued in 1989. In this study, the relationship between inflation, unemployment and industrial production, which is one of the economic indicators of foreign direct investments in Turkey, was analyzed with the VAR model. Johansen cointegration test, impulse - response analysis and variance decomposition analysis were conducted to evaluate the relationship between variables. As a result of the study, it was concluded that foreign direct investments from capital flows have a positive effect on the country's economy, and portfolio investments contribute positively to the economy if directed to production, otherwise it causes an economic crisis by increasing fragility as a result of leaving the country suddenly. It is necessary to create appropriate conditions for increasing foreign capital investments in Turkey, ensure economic, political and legal stability, and monitor policies for implementing regulations that encourage foreign capital.

Keywords: Capital Flows, Foreign Direct Investments, Economic Development and Growth, Emerging Countries, Turkish Economy.

SERMAYE HAREKETLERİ, 1980 SONRASI GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNDE ETKİSİ VE TÜRKİYE ÖZELİNDE İNCELENMESİ

ÖZET

1980 sonrası hız kazanan küreselleşme yarışıyla birlikte sermaye hareketlerinin önündeki engellerin de kalkmasıyla gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımlar ciddi artış göstermiştir. Dünya ekonomisinde yaşanan küreselleşme olgusunun etkisiyle, gelişimini tamamlamakta olan devletlerin gereksinim duydukları sermayeleri yabancı yatırımlar ile karşılama yollarına gittikleri bilinmektedir. Liberalleşme akımına hazırlıksız yakalanan gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketleri, özellikle portföy yatırımları, ülke ekonomisine zarar vermiş ve bazı ülkeleri krize sürüklemiştir. 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Kararları ile Türkiye bu yarışa katılmış ve 1989 yılında çıkarılan 32 Sayılı Kararname ile tamamen finansal serbestleşme içine girmiştir. Bu çalışmada Türkiye'ye gelmekte olan doğrudan yabancı yatırımların Türkiye ekonomisi göstergelerinden olan enflasyon, işsizlik ve sanayi üretimi arasındaki ilişki VAR modeliyle analiz edilmiştir. Yapılan Johansen eş bütünleşme testi, etki – tepki analizi ve varyans ayrıştırma analizleriyle değişkenlerin arasındaki ilişki değerlendirilmiştir. Çalışmanın sonucunda ise sermaye hareketlerinden doğrudan olan yabancı yatırımların ülkelerin ekonomilerine olumlu yönde etkilerinin olduğu, portföy yatırımlarının ise üretime yöneltildiği takdirde ekonomiye olumlu katkısı olduğu aksi durumda aniden ülkeyi terk etmesi sonucu kırılganlığı artırıp ekonomik krize neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye'de yabancı sermaye yatırımlarının arttırılması için uygun şartların yaratılması, ekonomik, siyasi ve hukuki istikrarın sağlanması, yabancı sermayeyi teşvik edici düzenlemelerin gerçekleştirilmesine yönelik politikaların izlenmesi gerekmektedir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Hareketleri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Ekonomik Kalkınma ve Büyüme, Gelişmekte Olan Ülkeler, Türkiye Ekonomisi.

TEŞEKKÜR

Bu çalıőmanın yapılmasında, deęerli olan bilgilerini benimle paylaőan, kendisine danıőtıęım sűrelerde kıymetli bilgisini ve zamanını ayırarak bana faydalı olmak adına elinden geleni yapan, her problem ile karőılaőtıęımda çekinmeden yanına gidebildięim, bana sűrekli gűler yűz gűsteren ve samimi davranan mesleki yaőamımda da bana vermiő olduęu bilgilerden yararlanabileceęim kıymetli danıőman hocam ve bu gűrevini hakkı ile yerine getirmiő olan Prof. Dr. Dilek TEKER'e teőekkűrű bir borç biliyor ve űkranlarımı sunuyorum.

Tűm hayatım boyunca benden maddi manevi desteklerini esirgemeyen annem ve abime sonsuz teőekkűrleri ederim.

İÇİNDEKİLER

ONAY SAYFASI.....	i
ABSTRACT	ii
ÖZET.....	iii
TEŞEKKÜR	iv
İÇİNDEKİLER	v
TABLolar LİSTESİ.....	ix
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiii
1. GİRİŞ	1
2. SERMAYE AKIMLARI.....	4
2.1 Para Sisteminin Gelişimi	4
2.2 Sermaye Akımlarının Tanımı	13
2.3 Sermaye Akımlarının Tarihsel Gelişimi	16
2.3.1 1870-1914 Arası Sermaye Akımlarının Gelişimi	17
2.3.2 1914 Sonrası Sermaye Akımlarının Gelişimi	19
2.3.3 2008 Küresel Krizi Sırasında Sermaye Akımlarının Gelişimi.....	23
2.4 Sermaye Akımlarının Türleri.....	26
2.4.1 Doğrudan Yapılan Yatırımlar	26
2.4.2 Portföy Yatırımları	31
2.4.3 Finansal Türevler	34
2.4.4 Rezerv Varlıklar	36
2.5 Sermaye Akımlarını Etkileyen Faktörler	37
2.5.1 Yatırımcılar Açısından Etkileyen Faktörler	38
2.5.1.1 Hammadde Kaynakları.....	39
2.5.1.2 Üretim Faktörlerinde Bütünleşme	40
2.5.1.3 Aktarılamayan Bilgiler	40

2.5.1.4 Şirket Unvanının ve Sırların Korunması.....	40
2.5.1.5 İthalatçı Ülkenin Koyduğu Tarife ve Kotalardan Kaçınma	40
2.5.1.6 Yurtiçi Kısıtlamalar.....	41
2.5.1.7 Müşteri İzleme.....	41
2.5.1.8 Ekonomik Fırsatların Çeşitlendirilmesi	41
2.5.1.9 Ucuz Yabancı Faktör.....	41
2.5.1.10 Taşıma Giderleri.....	42
2.5.1.11 Yerel Piyasadaki Mevzuat.....	42
2.5.1.12 Monopol (Tekel) Avantajı.....	43
2.5.2 Yatırım Yapılan Ülke Açısından Etkileyen Faktörler	43
2.5.2.1 Politik Faktörler.....	43
2.5.2.2 Yatırım Ortamına İlişkin Faktörler	43
2.5.2.3 Ekonomik Faktörler.....	44
2.5.2.4 Piyasa Hacmi.....	45
2.5.2.5 İşgücü Maliyeti.....	45
2.5.2.6 Ticari Engeller.....	45
2.5.2.7 Büyüme Oranı	46
2.5.2.8 Dış Ticaret Açığı	46
2.5.2.9 Döviz Kuru.....	46
2.5.2.10 Vergi Uygulamaları.....	47
2.5.3 Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler.....	47
2.5.3.1 Piyasa Kapitalizasyonu	47
2.5.3.2 İşlem Hacmi	48
2.5.3.3 Kote Şirket Sayısı ve Yeni İhraçlar.....	48
2.5.3.4 Ortalama Şirket Büyüklüğü.....	48
2.5.3.5 Sermaye Piyasalarının Ekonomideki Yeri	48
2.5.3.6 Yoğunlaşma.....	49
2.5.3.7 Dışa Açıklık.....	49
2.6 Sermaye Akımlarının Etkileri.....	49
2.6.1 Sermaye Akımlarının Olumlu Etkileri.....	50
2.6.1.1 Sermaye Akımlarının Ev Sahibi Ülkeler Açısından Olumlu Etkileri.....	50
2.6.1.2 Sermaye Akımlarının Ana Ülke Açısından Olumlu Etkileri	54
2.6.2 Sermaye Akımlarının Olumsuz Etkileri.....	55

2.6.2.1 Sermaye Akımlarının Ev Sahibi Ülkeler Açısından Olumsuz Etkileri.....	56
2.6.2.2 Sermaye Akımlarının Ana Ülke Açısından Olumsuz Etkileri	58
2.6.3 Sermaye Akımlarının Olumsuz Etkilerinin Giderilmesine Yönelik Politikalar.....	59
2.6.3.1 Döviz Kuru Politikası.....	59
2.6.3.2 Maliye Politikası	60
2.6.3.3 Para ve Vergi Politikası.....	61
2.6.3.4 Sterilizasyon	61
3. SERMAYE AKIMLARININ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE VE TÜRKİYE'DE GELİŞİMİ VE SEBEP OLDUĞU KRİZLER.....	64
3.1 Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Akımlarının Gelişimi	64
3.1.1 Arjantin	69
3.1.2 Brezilya	71
3.1.3 Çin.....	73
3.1.4 Hong Kong.....	75
3.1.5 Hindistan	76
3.1.6 Güney Kore	78
3.1.7 Malezya.....	80
3.1.8 Meksika.....	82
3.1.9 Rusya.....	84
3.1.10 Güney Afrika	86
3.2 Dönemler İtibariyle Türkiye'de Sermaye Akımları	88
3.2.1 1923-1950 Arası Türkiye'de Sermaye Akımları	89
3.2.2 1950-1960 Arası Türkiye'de Sermaye Akımları	90
3.2.3 1960-1970 Arası Türkiye'de Sermaye Akımları	91
3.2.4 1970-1980 Arası Türkiye'de Sermaye Akımları	93
3.2.5 1980-1990 Arası Türkiye'de Sermaye Akımları	95
3.2.6 1990-2000 Arası Türkiye'de Sermaye Akımları	99
3.2.7 2000 Sonrası Türkiye'de Sermaye Akımları	102
3.2.8 2020 Yılında Türkiye'de Sermaye Akımları ve Covid 'in Sermaye Akımlarına Etkisi.....	109
3.3 Sermaye Akımlarının Sebep Olduğu Krizler.....	110
3.3.1 1992-1993 Avrupa Para Krizi (ERM).....	111

3.3.2 1994-1995 Meksika Krizi	113
3.3.3 1994 Türkiye Krizi.....	114
3.3.4 1995 Arjantin Krizi	117
3.3.5 1997-1998 Asya Krizi.....	118
3.3.6 1998 Rusya Krizi	120
3.3.7 1999 Brezilya Krizi.....	121
3.3.8 2000-2001 Türkiye Krizi	122
4. LİTERATÜR TARAMASI.....	125
5. VERİ VE METODOLOJİ.....	132
5.1 Durağanlık Testleri (Birim Kök Testleri).....	134
5.1.1 Dickey – Fuller (DF) Testi.....	135
5.1.2 Genişletilmiş Dickey – Fuller (ADF) Testi	136
5.1.3 Phillips - Perron (PP) Testi	137
5.1.4 Kwiatkowski - Phillips - Schmidt - Shin (KPSS) Testi	137
5.1.5 Ng - Perron Testi.....	138
5.2 Vektör Otoregresif (VAR) Modeli	139
5.3 Koentegrasyon (Eş bütünleşme) Testi	140
5.4 Etki - Tepki Fonksiyonları.....	141
5.5 Varyans Ayırıştırması	142
6. BULGULAR.....	144
6.1 Birim Kök Test Sonuçları.....	144
6.2 Vektör Otoregresif (VAR) Modeli ve Gecikme Uzunluğu (Lag Length Criteria) Test Sonuçları.....	145
6.3 Johansen Eş Bütünleşme Testi Sonuçları	147
6.4 Etki Tepki Testi	147
6.5 Varyans Ayırıştırması	155
7. SONUÇ	159
KAYNAKÇA	161
ÖZGEÇMİŞ.....	172

TABLolar LİSTESİ

Tablo 2.2 1990-2005 Arası DYY'nin Ülke Grupları Bazında GSYİH'deki Payı	28
Tablo 2.3 1990-2005 Arası GOÜ'ye Yönelik Sermaye Hareketleri.....	30
Tablo 2.4 2007-2019 Arası Bölgelere Göre GOÜ'ye Yönelik Sermaye Hareketleri	30
Tablo 2.5: 2013-2019 Arası Dünyada ve Bazı Bölgelerde DYY.....	34
Tablo 2.6: 30 Haziran 2008'de Amerika'daki 25 Ticari Bankanın Türev Ürün Pozisyonu	35
Tablo 2.7: Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler	38
Tablo 3.1: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Arjantin ekonomik göstergeleri...	69
Tablo 3.2: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Brezilya ekonomik göstergeleri ..	71
Tablo 3.3: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Çin ekonomik göstergeleri	73
Tablo 3.4: 1998-2019 arası Hong Kong ekonomik göstergeleri.....	75
Tablo 3.5: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Hindistan ekonomik göstergeleri	77
Tablo 3.6: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Güney Kore ekonomik göstergeleri.....	79
Tablo 3.7: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Malezya ekonomik göstergeleri ..	81
Tablo 3.8: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Meksika ekonomik göstergeleri ..	83
Tablo 3.9: 1992-2019 arası Rusya ekonomik göstergeleri.....	85
Tablo 3.10: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Güney Afrika ekonomik göstergeleri.....	87
Tablo 3.11 1923 Yılında Türkiye'de yabancı sermayenin sektörel dağılımı	89
Tablo 3.12 1963-1970 Arası Yabancı Sermaye ve Ticaret Verileri.....	93
Tablo 3.13: 1980-1989 arası Türkiye ekonomik göstergeleri ve DYY ilişkisi.....	96
Tablo 3.14: 1990-1999 arası Türkiye ekonomik göstergeleri ve yatırımların ilişkisi.....	100
Tablo 3.15: 2000-2019 arası Türkiye ekonomik göstergeleri ve yatırımların ilişkisi.....	104

Tablo 3.16 Asya Ekonomilerinde Net Sermaye Hareketleri.....	120
Tablo 6.1: ADF Test Sonuçları	145
Tablo 6.2: Gecikme Belirleme Testlerine İlişkin Sonuçlar.....	145
Tablo 6.3: VAR Modeli Sonuçları	146
Tablo 6.4: Johansen Eş Bütünleşme Testi.....	147
Tablo 6.5: DYY Varyans Ayrıştırması	156
Tablo 6.6: Enflasyon Varyans Ayrıştırması.....	156
Tablo 6.7: Sanayi Üretimi Varyans Ayrıştırması.....	157
Tablo 6.8: İşsizlik Varyans Ayrıştırması	157

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 2.1: 1973-2020 Arası Altının Ons Fiyatının Değişimi	9
Grafik 2.2: 1970-1979 arası ABD, Almanya, Fransa, İngiltere ve Japonya'daki enflasyon oranlarının değişimi	10
Grafik 2.3: 1980-1989 arası ABD'deki cari açık ve portföy yatırımlarının değişimi	12
Grafik 2.4: 2006-2010 arası Brezilya, Çin, Meksika, Rusya ve Türkiye'deki portföy yatırımlarının değişimi	25
Grafik 2.5: 1987-2020 Arası Türkiye Merkez Bankası Rezervleri.....	37
Grafik 2.6: 2008-2020 arası Türkiye'de Cari Açık	56
Grafik 3.1: 1980-2019 arası Arjantin'e gelen DYY ve portföy yatırımları	70
Grafik 3.2: 1980-2019 arası Brezilya'ya gelen DYY ve portföy yatırımları.....	72
Grafik 3.3: 1982-2019 arası Çin'e gelen DYY ve portföy yatırımları.....	74
Grafik 3.4: 1998-2019 arası Hong Kong'a gelen DYY ve portföy yatırımları.....	76
Grafik 3.5: 1991-2019 arası Hindistan'a gelen DYY ve portföy yatırımları.....	78
Grafik 3.6: 1980-2019 arası Güney Kore'ye gelen DYY ve portföy yatırımları.....	80
Grafik 3.7: 1980-2019 arası Malezya'ya gelen DYY ve portföy yatırımları.....	82
Grafik 3.8: 1980-2019 arası Meksika'ya gelen DYY ve portföy yatırımları.....	84
Grafik 3.9: 1992-2019 arası Rusya'ya gelen DYY ve portföy yatırımları	86
Grafik 3.10: 1985-2019 arası Güney Afrika'ya gelen DYY ve portföy yatırımları ..	88
Grafik 3.11: 1980-1989 arası Türkiye'ye gelen DYY ve portföy yatırımları.....	98
Grafik 3.12: 1990-1999 arası Türkiye'ye gelen DYY ve portföy yatırımları.....	102
Grafik 3.13: 2000-2019 arası Türkiye'ye gelen DYY ve portföy yatırımları.....	107
Grafik 3.14: 2005-2019 arası Türkiye'ye gelen sermaye akımlarının bölgesel dağılımı	108
Grafik 3.15: 2005-2019 arası Türkiye'ye gelen sermaye akımlarının sektörel dağılımı	109

Grafik 3.16: 2020 Ocak-Ağustos arası Türkiye'ye gelen DYY ve portföy yatırımları.....	110
Grafik 3.17: 1990-1995 arası Avrupa'ya gelen portföy yatırımları.....	112
Grafik 3.18: 1994 yılında Türkiye'ye gelen portföy yatırımlarının aylık dağılımı..	117
Grafik 3.19: 2000-2001 arası Türkiye'ye gelen portföy yatırımlarının aylık dağılımı	124
Grafik 6.1: Enflasyon-Enflasyon Etki Tepki Test Sonuçları	148
Grafik 6.2: Enflasyon-DYY Etki Tepki Test Sonuçları.....	148
Grafik 6.3: Enflasyon-Sanayi Üretimi Etki Tepki Test Sonuçları	149
Grafik 6.4: Enflasyon-İşsizlik Etki Tepki Test Sonuçları	149
Grafik 6.5: DYY-Enflasyon Etki Tepki Test Sonuçları.....	149
Grafik 6.6: DYY-DYY Etki Tepki Test Sonuçları	150
Grafik 6.7: DYY-Sanayi Üretimi Etki Tepki Test Sonuçları.....	150
Grafik 6.8: DYY-İşsizlik Etki Tepki Test Sonuçları	151
Grafik 6.9: Sanayi Üretimi-Enflasyon Etki Tepki Test Sonuçları	151
Grafik 6.10: Sanayi Üretimi-DYY Etki Tepki Test Sonuçları.....	152
Grafik 6.11: Sanayi Üretimi-Sanayi Üretimi Etki Tepki Test Sonuçları.....	152
Grafik 6.12: Sanayi Üretimi-İşsizlik Etki Tepki Test Sonuçları.....	153
Grafik 6.13: İşsizlik-Enflasyon Etki Tepki Test Sonuçları	153
Grafik 6.14: İşsizlik-DYY Etki Tepki Test Sonuçları	154
Grafik 6.15: İşsizlik-Sanayi Üretimi Etki Tepki Test Sonuçları.....	154
Grafik 6.16: İşsizlik-İşsizlik Etki Tepki Test Sonuçları.....	155

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Genelleştirilmiş (Augmented) Dickey – Fuller Testi
AIC	: Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criterion)
AMB	: Avrupa Merkez Bankası
APS	: Avrupa Para Sistemi
ARDL	: Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Sınır Testi (Autoregressive Distributed Lag Bound Test)
ASEAN	: Güneydoğu Asya Uluslar Birliği (Association of Southeast Asian Nations)
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements)
BRICS	: Brezilya (Brasil), Rusya (Russia), Hindistan (India), Çin (China), Güney Afrika (South Africa)
CİB	: Cari İşlemler Bilançosu
ÇUŞ	: Çok Uluslu Şirketler
DF	: Dickey – Fuller Testi
DĞÜ	: Düşük Gelirli Ülkeler
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
DL-VAR	: Dolado – Lütkepohl VAR testi
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
ECB	: Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank)
EKK	: En Küçük Kareler Yöntemi
ERM	: Döviz Kuru Mekanizması (Exchange Rate Mechanism)
FDI	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar (Foreign Direct Investment)
FED	: Amerika Merkez Bankası (Federal Reserve)

FPE	: Son Öngörü Hatası (Final Prediction Error)
GDP	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Gross Domestic Product)
GEGP	: Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HQ	: Hannan - Quinn Bilgi Kriteri
IFC	: Uluslararası Finans Kurumu (International Finance Corporation)
ILO	: Uluslararası Çalışma Örgütü (International Labour Organization)
IMF	: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	: Kamu İktisadî Teşebbüsü
KPSS	: Kwiatkowski - Phillips - Schmidt – Shin Birim Kök Testi
LM	: Lagrange Çarpanı (Lagrange Multiplier)
LR	: Olabilirlik Oranı Testi (Likelihood Ratio Test)
MA	: Hareketli Ortalama (Moving Averages)
MB	: Merkez Bankası
MIC	: Geliştirilmiş Bilgi Kriteri (Modified Information Criteria)
NAFTA	: Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (North American Free Trade Agreement)
NATO	: Kuzey Atlantik Antlaşması Örgütü (North Atlantic Treaty Organization)
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development)
OGÜ	: Orta Gelirli Ülkeler
PP	: Phillips – Perron Birim Kök Testi
SE	: Standart Hata (Standard Error)
SIC	: Schwartz Bilgi Kriteri (Schwartz Information Criterion)
SSCB	: Sovyet Sosyalist Cumhuriyet Birliği
TCMB EVDS	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
UNCTAD	: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (United Nations Conference on Trade and Development)
UPS	: Uluslararası Para Sistemi

VAR : VAR Modeli (Vector Auto Regressive)

1. GİRİŞ

Ticaret sisteminin gelişimi ve ülkelerin adeta kalkınma yarışı içine girmesiyle rekabet üzerine kurulmuş olan bir dünya ekonomisinin içindeyiz. Sermaye hareketleri de bu finansal dünyanın en önemli unsurlarından birisidir. Sanayi Devrimi'nden sonra İngilizlerin dünyayı yönetmek için askeri güç ve deniz gücünün yanında ekonomik güce de ihtiyacı vardı. O dönemlerde nasıl bir piyasa oluşacağına dair arayışlar içine giren İngilizler dünyadaki tüm finansal sistemi etki altına almak amacıyla kendi parasını dünya parası yapmaya çalıştı. Bu doğrultuda tüm paraları altına tartıp bir değer biçme yöntemini seçti. Çünkü yaklaşık 2000 yıldır altın dünyanın kabul gördüğü ve ticarete kullanılan başlıca araçlardan biriydi. Durum böyle olunca paralar kendi arasında altına bağlanmış ve sabit bir sistem kabul edilmişti.

Birinci Dünya Savaşı'nın başlamış olduğu 1914 senesine kadar, bu sistem oldukça kabul görüp uygulanmıştı. Fakat Birinci Dünya Savaşı, ülke ekonomilerini de ciddi anlamda sarstığı için bu sistem giderek zayıflamaya başlamıştı. 1931 yılına kadar sistem halen ayakta kalmaya devam etmiş ve sonunda sterlinin altına bağlılığı ortadan kalkmıştı. Durum böyle olunca tüm para birimlerinin karşılığı kaybolmuş ve finansal disiplin ortadan kalkmıştı. 2. Dünya Savaşı sırasında dünyanın diğer yükselen gücü Amerika devreye girmiş ve İngiltere ile birlikte dünya finans ekonomisine hükmetmeye başlamışlardı. İki ülkenin önderliğinde finansal disiplinde en önemli koşul sermaye hareketlerinin serbest olmamasıydı. Bu nedenle tüm dünyada sabit kur sistemine devam edilmesinin savunulduğu politikalar izleniyordu. Savaş bitmeden 1944 yılında Bretton Woods konferansında bu politikalar tüm dünyaya duyurulmuştu. Fakat İngiliz sterlini zamanla daha da zayıflamış ve bu sisteme dayanamamıştır, Amerikan doları tek başına dünya ticaretinde geçerli olmuş ve 1950'lerden itibaren günümüze kadar böylece süregelmiştir. 1971 yılında doların altına olan bağlılığı ortadan kaldırıldıktan sonra altın, ülke paraları ve sermaye hareketleri için değerli

olmaktan çıkmıştır. Bununla birlikte sabit kur dönemi tamamen son bulmuş ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir.

1980'lere gelindiğinde dünya finans sistemi tamamen başka bir boyuta girmiş ve sermaye hareketleri önündeki engeller kalkmaya başlamıştı. Serbestleşme hareketleri bir taraftan piyasa ekonomilerinin gelişimini sağlarken diğer taraftan yatırımların artış göstermesine neden olmuştur. Dünya ekonomisinin son zamanlarda küreselleşmesiyle birlikte, gelişmekte olan ülkeler ihtiyaç duydukları yabancı yatırımı sağlamanın yollarını aramışlardır. Bunun sonucunda ülkeler arası yabancı sermaye akımları hızla artmaya başlamıştır.

İktisadi küreselleşmenin hız kazanması ve teknolojik gelişmelerin piyasalara olan uyumunun artış göstermesine bağlı olarak 1990 senesinin ilk yarısından itibaren sermaye hareketinde küresel çapta oldukça belirgin olan bir canlılık ortaya çıkmıştır. Bu dönemde, özellikle küresel krizin neden olduğu belirsizlik arayışında olan dünyanın gelişmiş ülkelerinde görece yüksek getiri arayışındaki fonlar gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerini yoğunlaştırmıştır. Küresel finansal entegrasyonun gelişmesiyle birlikte hızlanan sermaye hareketlerinin, gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik politikaların etkinliğini ve şeffaflığını artırması ve kişisel refahı iyileştirmesi beklenmektedir. Sermayenin tüketim ve yatırım kanallarıyla hızlı hareketinin gelişmekte olan ülkelerin büyüme performansına olumlu etki yapacağı ve iletişim olanaklarını geliştirerek verimliliğin artmasına katkı sağlayacağı söylenebilir.

2008-2014 dönemi, küresel sermaye akımlarında önemli ölçüde artış ve azalışların görüldüğü dönem olarak karşımıza çıkmıştır. Sözü geçen dönemde, gelişimini tamamlamakta olan ülkelere yönelik olarak net olan sermaye akımlarındaki oynaklığın gelişmiş ülkelere daha fazla olduğu görülmüştür. 2008 finansal krizi sürecinde gelişimini sağlamakta olan piyasa ekonomilerine ilişkin net sermaye akımının dramatik şekilde düşmüş, bunun yanı sıra Fed tarafından uygulanan parasal genişlemeden hemen sonra keskin bir biçimde artmıştır.

2019 senesinin son dönemlerinde Çin'de ortaya çıkmış olan ve hızla dünyanın tamamına yayılarak küresel bir boyut kazanan Covid-19 ülke ekonomilerini ciddi anlamda sarstığı gibi dünya ticaret hacminin de daralmasına yol açmıştır. Virüsün olumsuz etkileri sermaye akımlarının da azalmasına ve yatırımcıların daha temkinli hareket etmesine sebep olmuştur. 2020 yılında tamamen virüsün bitmesine odaklanan

dünyada sermaye hareketleri yaklaşık %40 düşüş sergileyerek 2005 yılındaki seviyelerine kadar gerilemiştir. Yatırımların görünümü son derece belirsiz olmakla birlikte toparlanmanın uzun zaman alacağı ve yapılan anketler sonucunda 2021, 2022 yıllarında da eski seviyelerine gelemeyeceği tahmin edilmektedir.

Gelişmekte olan devletlere ilişkin olarak sermaye hareketliliğinin finansal piyasalar ile dünya ekonomisinin gelişmesinde belirleyici bir rol üstlenmeye başlaması, sermaye hareketlerinin seyrine ilişkin olarak gerekli düzenlemelerin ekonomik politikalarda önemi artış göstermeye başlamıştır. Bu çalışma, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının temel özelliklerini ve özel sermaye girişlerinin ülke ekonomisine etkisini, önceki dönemlere göre mevcut durumu dikkate alarak belirlemeyi amaçlamaktadır.

İkinci bölümde sermaye hareketlerinin tanımı ve tarihçesi incelenmiş, dönemler itibariyle sermaye hareketlerinin önemi vurgulanmıştır. Ülke ekonomisine oldukça etkisi olan sermaye hareketlerinin türleri ve en etkili olan doğrudan yapılan yatırımlar detaylı olarak belirtilmiştir. Sonrasında ülkeye gelen sermaye akımlarının olumlu - olumsuz etkileri hem ev sahibi ülke açısından hem de ana ülke açısından açıklanmış ve bu akımların olumsuz etkilerinin giderilmesine yönelik izlenmesi gereken politikaların üzerinde durulmuştur.

Üçüncü bölümde sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerde gelişimi ve etkileri açıklanmıştır. Seçilmiş 10 ülkede 1980 sonrası sermaye akımlarının ekonomik veriler ile ilişkisi tablo ve grafikler yardımıyla gözler önüne serilmiştir. Yabancı akımların GOÜ üzerinde etkisi incelendikten sonra dönemler itibariyle Türkiye’de sermaye akımlarının gelişimi ve ekonomiye etkisi detaylı olarak incelenmiştir. Bölümün sonunda ise sermaye akımlarının neden olduğu finansal krizler ve ülke ekonomilerinde tahribata neden olduğu konusu üzerinde durulmuştur.

Dördüncü bölümde sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkeler üzerinde etkisi ve özellikle Türkiye ekonomisine katkıları ile ilgili günümüze kadar olan çalışmalar literatür taramasında özetlenmiştir.

Beşinci ve altıncı bölümde yapılan incelemelerde kullanılan ekonometrik analizler açıklanmış ve elde edilen ampirik bulgulara yer verilmiştir; daha sonra ortaya çıkan test sonuçları tablo ve grafikler ile yorumlanmıştır.

2. SERMAYE AKIMLARI

Paranın icadından sonra gelişen zaman diliminde ülkelerin gelişmesi ve dünyada söz sahibi olma isteği ticaret kavramını ortaya çıkardı. Malların değiş-tokuşuyla daha da artan alışverişler ülkeleri birbirine karşı savaş açmalarına ve ticareti artırmak için her yolu denemeye sevk etti. Sanayi devrimi sonrasında yaşanan iki dünya savaşının altındaki temel sebep daha fazla ekonomik güce sahip olma isteğiydi. Sonrasında gelişen politikalar paranın ve yatırımların önündeki engellerin kaldırılmasını zorunlu bıraktı ve sermaye akımları kavramı gündemde yer tutmaya başladı. Bu akımlardan beklenen en önemli getiri ülkenin ekonomik büyüme ve kalkınmasına olumlu destek vermesiydi. Özellikle 1980 sonrası yıllarda tamamen akımların serbest halde dolaşması bazı ülkelere olumlu etki yaparken bazı ülkelerin kırılganlıklarını artırdı ve krize sürüklenmesine sebep oldu. Sermaye akımlarından beklenen getiriye sağlayamayan ülkeler akımların olumsuz etkileri üzerinde durmaya ve bu olumsuzlukların giderilmesine yönelik politikalar izlemeye başladı.

2.1 Para Sisteminin Gelişimi

Paranın tarihçesine baktığımızda çok eski zamanlara kadar uzanmak gerekmektedir. Paranın icadından önce insanlar takas yöntemiyle alışveriş yapmakta ve ihtiyaçlarını karşılamaktaydı. Takas yöntemi ilk olarak M.Ö. 9000 yıllarında Mısır'da görülmektedir. Aristoteles bir malın diğeriyle değiş tokuş edildiği sistemi ticaretin en eski türü olarak tanımlamıştır. İnsanlar hayvanları ihtiyacı doğrultusunda ellerindeki tahıl ve gübreyle değiştirmek isteyen çiftçilerle değiş tokuş içine girerek tarihsel anlamda ilk ticaret örneklerini sergilemiştir. Para icat edilmeden önce insanlar çeşitli mal ve nesnelere ticaret aracı olarak kullanmışlardır. Deniz kabukları, balina dişleri, kahve çekirdekleri, canlı hayvanlar gibi kolay bulunan mallar eski çağlarda

insanlar tarafından kullanılan bazı takas araçlarıdır (Tekin, 2008). İlk kâğıt para M.S. 806 senesinde Çin’de ortaya çıkmıştır. İlk kâğıt para normalde senet şeklinde ortaya çıkmıştır. Daha sonra senetler kâğıt paralara dönüşmüştür. İlk olarak Çin’de basılmış olan bu paralar 1279 senesine kadar geçerli olmuştur. Avrupa kıtasında ilk kâğıt paralar ise 1661 senesinde İsveç’te ortaya çıkmıştır. 1656 senesinde İsveç’te kurulan Palmstruch Stocholm Bankası banknot ihraç etme yetkisine sahip ilk banka olmuştur. Bu banka 1668 yılında Riskbank adıyla kraliyet bankası haline gelmiş, 1776 yılında ise iflas etmiştir. 1690 senesinde Massachusetts hükümeti asker maaşlarını ödemede kâğıt para bastırmasının ardından Amerika kıtasında ilk kez banknotların ortaya çıkmasını sağlamıştır (Akyıldız, 1996).

Kâğıt paraların yaygınlaşmasında önemli olaylardan biri de İngiltere’de 1640 yılında kralın Londra kulesinde saklanan altın külçelerine el koymasındır. Elinde altın veya gümüş birikimi olanlar daha önce güvenli olduğu gerekçesi ile birikimlerini Londra kulesinde saklamaktaydılar. Bunun üzerine Goldsmith adı verilen tüccarlar ortaya çıkmış ve elinde altın tasarrufu olan bireylerin altınlarını saklamaya, karşılığında ise bir yazılı belge vermeye başlamışlardır. Goldsmith adındaki tüccarlar zamanla ellerinde altının atıl durumda kaldığını, birikimi olanların hiçbir zaman tüm birikimlerini aynı anda talep etmediklerini fark etmişlerdir. Bunun üzerine kendilerinden borç isteyenlere “Goldsmith Notes” ismi verilmekte olan senetleri vermeye başlamışlardır. Bu senetler zaman içerisinde piyasa içerisinde ticarete dolaşmaya başlamış ve ilk banknot sistemi ortaya çıkmıştır. İngiltere’nin Fransa ile savaşı dolayısıyla savaş giderlerinin finanse edilmesi mecburiyeti ortaya çıkmıştır. Bu finansmanın sağlanması amacıyla 1694 yılında İngiltere Merkez Bankası kurulmuş ve kâğıt para kullanımı yaygınlaşmıştır. Goldsmith’ler piyasada çekle ödeme yapma alışkanlığı sağlamışlar ve modern bankacılığın temellerini atmışlardır (Fidan vd. 2019).

Para, üretim sürecinde her şeyi satın alabilir hale gelince, ‘Kapitalizm’ denilen sermayeye dönüştü. Kapitalizmin yaygınlaşmasıyla para bazlı ekonomi, sanayi devriminin İngiltere’de çıkmasına neden oldu. İlk aşamada, bu yeni yaşam tarzı Batı Avrupa’nın geri kalanına ve daha sonra ABD’ye yayıldı. Daha sonra Japonya, Rusya ve ardından tüm dünyaya yayılarak uluslararası para sisteminin oluşmasına, ticaretin küresel rekabet haline gelmesine yol açtı.

Modern anlamda para çıkaran Merkez Bankaları Sanayi Devriminden sonra faaliyetlerine başlamıştır. İngiltere’de Bank of England, İsveç’te Sveriges Riksbank, Fransa’da Banque France o dönemlerde kurulan bankalardır. İlk kurulduklarında mali ve finansal hizmetler verirken daha sonra kredi, para basma gibi işlemlere yönelmişlerdir.

Günümüzde kullanılan paraların da karşılığı bulunmamakla beraber bu paralar temsil gücünü ait olduğu Merkez Bankasından almaktadır. Bir maddenin para olabilmesi için toplumun her kesimince ortak değer biçimi olarak kabul edilmesi gerekmektedir. Bu toplumun tercihi ya da devletin belirlemesiyle olmaktadır. Pazarda her iki taraf da bu parayı kabul etmek zorundadır. Kâğıt para temelde iki şekilde karşımıza çıkar. Birinci sistemde Merkez Bankasının bastığı para istenildiğinde değerli madenlere çevirmeyi taahhüt ettiği sistemdir. İkinci uygulaması ise resmi otoritenin çıkardığı paranın istenildiğinde değerli madenlere çevrilmediği yani arkasında değerli madenler olmayıp gücünü devletten ve kanunlardan alan sistemdir. Günümüzde tüm ülkelerde kullanılan bu sistemdeki paraya fiyat (itibari) para denir. İtibari paranın özelliği paranın taklit edilemeyeceğine ve resmi otoriteye güven üzerine kurulan bir sistem olmasıdır (Çarkacıoğlu, 2016).

19.yy’ın sonuna kadar dünyada madeni paralar, çoğunlukla da altın ve gümüşten oluşan paralar, mübadele için kullanılmaktaydı. Ayrıca küçük mübadeleleri de gerçekleştirebilmek amacıyla fülüs denilen bakır veya diğer metallere yapılan paralar kullanılmaktaydı. Altın gümüşe nazaran piyasada daha az bulunduğu ve daha değerli olduğu için daha sonradan sadece altın kullanılmaya başlanmış, bu aynı zamanda ülkeler için bir istikrar politikası aracı olarak görülmüştür. Altının bu denli gözde olması ve talebinin artması beraberinde rezerv karşılığı olan temsil kâğıtları da ortaya çıkarmıştır. Bu sayede zamanla piyasada altın karşılığı üretilen kâğıt paralarla beraber sabit döviz kurları oluşmuştur. Çünkü kâğıt paraların aynı zamanda bir karşılığı olması gerekiyordu. Birinci Dünya Savaşı sonrasında yaşanan gelişmelerle birlikte birçok ülke altını mübadele aracı olmaktan çıkarmıştır.

Birinci Dünya Savaşı sonrasında yüksek savaş maliyetleri dolayısı ile finansal krizler yaşanmış, borçların ödenmesinde güçlükler yaşanmış ve güçlü ülkeler de dâhil olmak üzere birçok ülke altından ayrılmıştır. Savaşa katılan ülkeler savaşı finanse edebilmek için büyük miktarda borçlanarak para basmışlardır. Fakat savaş sonrasında

oluşan aşırı enflasyon ülkelerin finansal yapısını iyice bozmuştur. İngiltere savaşı finanse edebilmek amacıyla para bastığı için savaş sonrasında iç borç oldukça artmıştır. Bu gelişmelerle birlikte başta İngiltere olmak üzere Avrupa ülkeleri savaş öncesindeki ekonomik güçlerini kaybetmişlerdir. Savaştan sadece Amerika Birleşik Devletleri güçlü bir ekonomiyle çıkmıştır. Savaş sonrasında ülkeler ciddi kemer sıkma politikalarına gitmiş olup ekonomilerde daralma meydana gelmiştir.

Birinci Dünya Savaşından ekonomik anlamda adeta bir süper güç olarak çıkan Amerika'da iktisadi kalkınma hızla ilerlemekteydi. Enflasyon artmamakta, şirket karları yükselmekte, kişisel gelirler artmaktaydı. Bu gelir artışlarıyla birlikte para sermaye piyasalarına, hisse senetlerine akmaktaydı. Bankaların piyasaya aşırı kredi dağıtması ve beraberinde sorumluluk ve denetim noksanlığı ile birlikte piyasada spekülasyonlar oluşmaya başladı. Florida'da gayrimenkul piyasasının patlamasıyla birlikte insanların piyasaya güveni ortadan kalktı. Devlet tarafından güven verici önlemlerin uygulanmaması ile birlikte sermaye çıkışları hızla artmaya başlamıştır. Üretimin azalmaya başlaması ve kredilerle oluşan hisse senetleri piyasasında fiyatların hızla düşmesiyle birlikte New York borsası çökmüştür. Tarihte görülen en büyük kriz olan bu 1929 Büyük Buhran 'da binlerce banka ve şirket batmış kredilerle büyüyen ekonomi balonu bir anda sönmüştür. Bu çöküşün başta Birleşik Krallık ve Almanya'ya daha sonrasında ise diğer ülkelere sıçramasıyla birlikte kriz küresel hale gelmiştir.

1930 senesinde ortaya çıkan büyük depresyon ve sonrasında yaşanan ikinci dünya savaşı, uluslararası ticaretlerin parasal değişimlerine ve ülkelerin arasında meydana gelen borç alıp verme işlemini oldukça azaltmıştır. Ticareti ve yatırımı kolaylaştırmak ve savaşın parçaladığı ekonomiyi yeniden inşa etmeye yardımcı olmak için daha sağlıklı bir sisteme ihtiyaç vardı. Temmuz 1944'te, ABD'nin Bretton Woods kasabasında 44 devletin yetkilileri bu hedef doğrultusunda toplanmışlardır ve Bretton Woods Antlaşması olarak bilinmekte olan anlaşmayı imzalamışlardır. Bu anlaşma ile altın standardının temel özelliklerini içeren sabit, ancak ayarlanabilir bir sistem oluşturulmuştur. Bu anlaşmanın dünya ekonomisindeki artan önemi ile Amerika Birleşik Devletleri yeni sistemin çekirdeği haline geldi ve para birimi kilit bir rol oynadı. Anlaşmayla ayrıca iki önemli finans kurumu, IMF ve Dünya Bankası kurulmuştur. Bretton Woods sistemi içinde rezervler altın ve ABD dolarından meydana gelmektedir. Dolar, rezerv para birimi olarak sterlin ile değiştirildi ve altın

kadar değerli kabul edilmiştir. Bu sistem aslında bir güneş sistemi gibidir ve ABD'ye ait olan dolar sistemin güneşi olmuştur (D'Arista, 2009).

Cari açık veren ülkelerin fonlanması IMF izniyle cari fazla veren ülkelerin parasıyla gerçekleşecekti. Burada en önemli nokta ise Amerikan dolarının artık rezerv para olarak kullanılır hale gelmesidir. Çünkü ülkeler paralarını Amerikan dolarına endekslemiş, altının onsu ise 35 dolardan sabitlemiştir. Amerikan hazinesi o dönemlerde dünya altın stokunun yaklaşık $\frac{3}{4}$ 'ünü elinde muhafaza etmekteydi. Ülkeler ellerindeki fazla doları verip karşılığında altın alabiliyorlardı.

ABD bu süreçte maliyetleri oldukça yüksek Vietnam savaşına girmiştir. Bu savaş finans edebilmek için yüksek tutarlarda dolar harcamış, cari açık vermiş ve enflasyon artmıştır. Kendi parası dışında başka para kullanmak zorunda kalmayan ABD, kendi rezerv parasıyla istediği kadar ithalat yapabiliyordu. Bundan yararlanan ülke, büyük ticaret açıkları yaşadı ve bu kayıpları dolar ihraç ederek kapatmaya başlamıştır. Devamında spekülasyonlar artmış ve ülkeler doları bırakıp altın talep etmeye başlamıştır. İlk olarak onsu 35 dolar olan altının onsu 38 dolar olmuştur. Dalgalanmalara karşı belirlenen opsiyonlar gevşetilmiştir. Fakat ABD'nin dış ticaret açığı vermesiyle birlikte ülkelerin altına olan talebi devam etmiştir. Nitekim altının onsu 42 dolar seviyesine gelmiş ve dolara olan güven sarsılarak Bretton Woods sisteminin çökmesine sebep olmuştur (Schulmeister, 2000).

1970 yılında çıkan petrol krizi ve Vietnam savaşını nedeniyle ülkeler zor durumda kalmıştır. O dönemlerde dünyanın en büyük altın ihracatçısının Rusya olması ve ABD'ye altın vermeyi kesmesi ABD'yi iyice çıkmaza sürüklemiştir. Özellikle Fransa ve Almanya bu durumdan oldukça rahatsız olmuşlardır. 1968 yılında Fransa'nın Cumhurbaşkanı olan De Gaulle ile Almanya Şansölyesi Adenauer bir araya gelip ABD'ye bir uçak dolusu dolar göndererek bunun karşılığında altın talebinde bulunurlar. Bunun üzerine sistemin iyice çıkmaza girdiğini fark eden ABD başkanı Richard Nixon Bretton Woods sisteminin terk ettiklerini açıklar ve doların altına göre konvertibilitesini kaldırır. Böylece paralar serbest şekilde dalgalanmalara başlamıştır. Sabit bir döviz kuruna geçme girişimleri başarısız olduğunda, ülkeler farklı döviz kuru sistemlerinin mevcut karışımını kabul ettiler. Grafik 2.1 altının dolar cinsinden değerinin yıllara göre trendini göstermektedir. Altın ve doların birbirine olan bağı ortadan kaldırıldıktan sonra ons fiyatı hızla artmaya başlamıştır. Güvenin olmadığı bir

ekonomide kişiler ve kurumlar güvenli liman olarak altını tercih etmektedir. Altına endekslenen dolardan ABD tarafından vazgeçilmesi ile birlikte Bretton Woods sistemi böylece çökmüştür.

Grafik 2.1: 1973-2020 Arası Altının Ons Fiyatının Değişimi



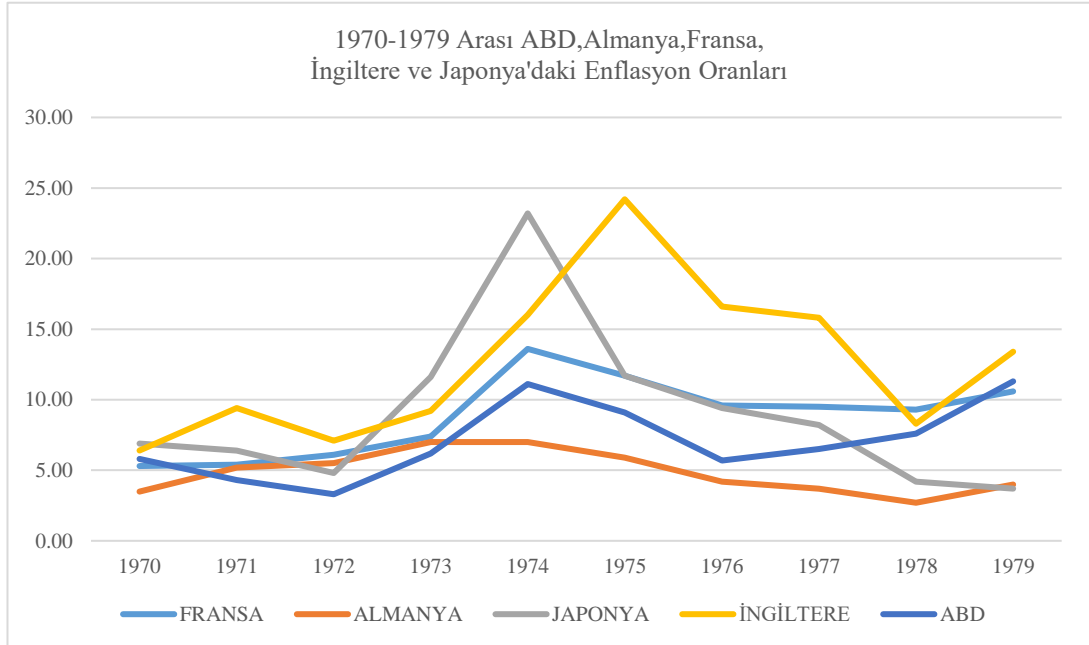
Kaynak: goldprice.org/spot-gold.html, Erişim Tarihi: 11.11.2020

Bretton Woods sisteminin yıkılışının ardından, resmi özelliği olmayan bir piyasalara dayalı olan sistem oluşmuştur. Bu sistem ise serbest şekilde dalgalanmakta olan üç paraya dayanmaktaydı; ABD doları, Japon yeni, Alman Markı. Ayrıca, serbestleşen sermaye hareketinin bir koşulu olarak liberalleşme söz konusudur. Paranın serbest şekilde dalgalanması ve devletlerin arasında oldukça hareketli olmasından dolayı ABD, Japonya ve Almanya arasındaki dengesizliklerden otomatik biçimde finanse edilecekleri ve giderilecekleri beklenmiştir. Piyasalar ekonomi üzerinde disiplin etkisi yaratacak ve politika yapıcıları ödemeler dengesi konusunda harekete geçmeye zorlayacaktır. Bunun yanı sıra şunun da ifade edilmesi gerekmektedir, sistem yalnızca merkezi meydana getiren üç para (ABD doları, Japon yeni ve Alman markı) ve belirli gelişmiş olan devletler arasında esneklikler gösterir. Diğer ülkelerde ise genellikle güçlü şekilde gayrete gereksinim duyulmaya başlanmıştır (Dorrucci vd. 2011).

Bretton Woods sisteminin çöküşü esnasında göze batan ve oldukça önemli olan olaylar şunlardır: Başkan Nixon'un 1971'de altın likiditesini kaldırması, 1974'te ABD varlık kontrolünün kaldırılması ve 1979'da Birleşik Krallık sermaye kontrolünün

kaldırılması. Döviz kurunda yaşanan bu gelişmelerin ardından sanayileşmiş olan devletler, genel anlamda daha yavaş şekilde büyüme ve oldukça yüksek olan enflasyon ile karşı karşıya kalmışlardır. Grafik 2.2 de ABD, Almanya, Fransa, İngiltere ve Japonya'daki 1970-1979 yılları arasında enflasyon oranlarının değişimi gösterilmektedir. Sistemin tamamen çöktüğü 1973 yılından sonra enflasyon oranları ciddi artış göstermiştir. Fransa'da 1973 yılında enflasyon oranı %7,40 iken 1974 yılında ise %13,60 seviyesine yükselmiştir. ABD' de aynı yıllarda enflasyon oranı %6,20 seviyesinden %11,10'lara çıkarak yaklaşık %80 artış göstermiştir. 1978 yılında İngiltere'nin enflasyon oranı %8,30 iken sermaye kontrollerine son vermesinin ardından 1979 yılında %13,40'a yükselmiştir. Sistemin terk edilmesinden sonra ekonomilerde ciddi bozulmalar meydana gelmiştir. Dolayısıyla, Bretton sisteminin uygulamaya konulduğu dönem, belirli ekonomistler tarafından "altın çağ" şeklinde nitelendirilmiştir. Bu sistemin çöküşünden sonra kriz derinleşme eğilimine girdi. Ancak 2008'den önce bu krizlerin yıkıcı etkileri gelişen ekonomilerde hissediliyordu. 2008 küresel krizi sırasında gelişmiş ülkeler ciddi şekilde zarar görmüşlerdir.

Grafik 2.2: 1970-1979 arası ABD, Almanya, Fransa, İngiltere ve Japonya'daki enflasyon oranlarının değişimi



Kaynak: World Bank Data

Küresel olarak tasarruf yatırım dengesizlikleri ve buna bağlı olarak meydana gelen likidite bollukları, oldukça büyük sermaye akımı ile finansal işlemlere neden olmuştur. Bu temel olarak, UPS (Uluslararası Para Sistemi)'nin devletlerin dış ödeme bilançolarında denkliklerin veya istikrarın sağlanması konuları ile ilgilenmelerine bağlı olarak ortaya çıkmış olan bir sonuçtur. Mevcut UPS'de, dış ödemeler yalnızca zarar eden ülkelerin sorumluluğu olarak görülüyordu. Küresel likidite ve yüksek sermaye akışı nedeniyle, ülkeler dış açıklarını finanse etmeyi ve görmezden gelmeyi seçebilmişlerdir. Meydana gelen ödemeler bilançosu dengesizlikleri kısa dönemli sermaye akımları ile finanse edilmeye çalışılmıştır. Bu sermaye hareketleri, dengesizliklerin sürmesine neden oldu. Devam eden dengesizlik büyük bir borç yükü yarattı. Sistem sürekli bir borç kaynağı olmuştur ve uluslararası ödemeler bir krize yol açmıştır.

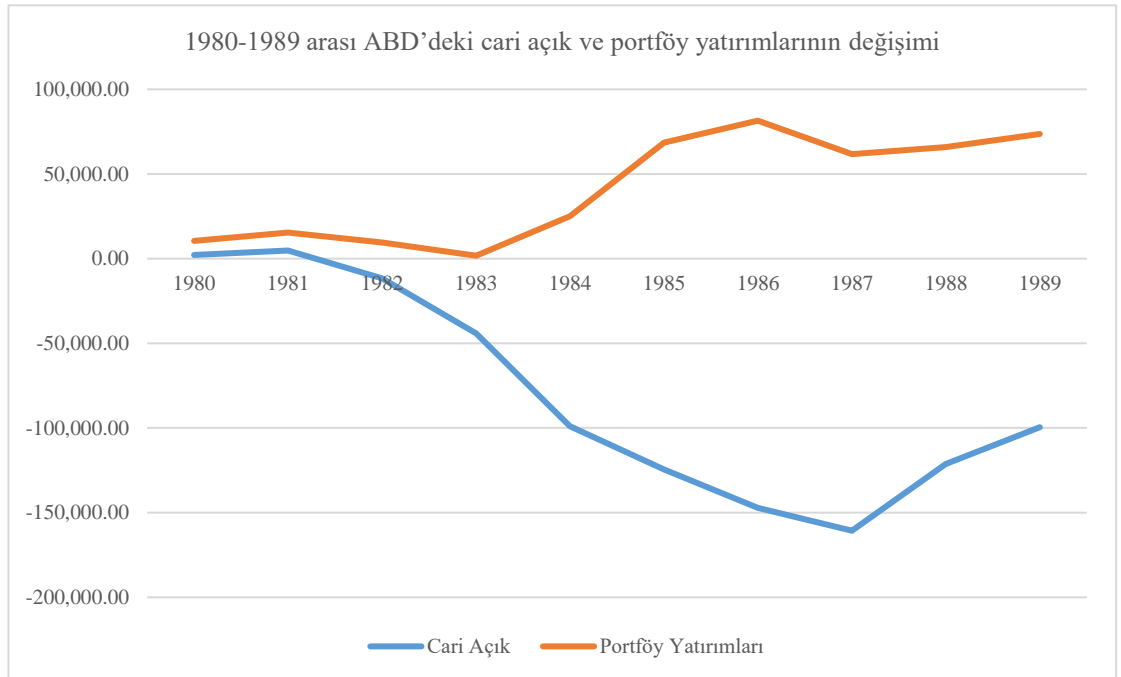
1980 senesinin başında ABD önemli derecede bütçe açıkları sorunları ile karşı karşıya kalmıştır. Meydana gelen bütçe açığı ekonominin durgunlaşmasına neden olurken, daha sonra bütçe açığı cari işlemlerin de bozulmasına yol açmıştır. Bu durum ise iki açığın arasında bulunan ilişkileri belirten “ikiz açık” tartışmalarını başlatmıştır. Bir ülke ekonomisinde gerek cari işlemler gerekse de bütçe dengeleri, pek çok iktisatçı tarafından makroekonomik dengenin ve aynı zamanda ulusal refahın kritik göstergeleri arasında değerlendirilmektedir. Cari işlem ve bütçe açığı dengelerinin arasında süreç dâhilinde bir ilişkinin varlığı, uygulanacak olan iktisat politikası bakımından da oldukça büyük önem taşımaktadır. Örneğin, bütçe açıkları eğer cari açığa yol açıyorsa politika yapıcılar, ekonominin tümü üzerinde genel bir etki yapabilecek biçimde bütçe açıklarını azaltma konusu üzerine yoğunlaşabilirler. Ancak, bütçe açığından cari açığa doğru anlamlı biçimde güçlü bir ilişki bulunmamtaysa, bütçe açığını azaltıcı yöndeki politikalar dış dengeyi etkilemeyeceğinden, oluşan dış dengesizliklerin çeşitli yollarla giderilmesine ve yapısal bir takım politika önlemlerine odaklanması gerekecektir.

Sermaye hareketi sadece gelişimini tamamlamakta olan ülkelerde değil, gelişimini tamamlamış olan devletlerde de dengesiz durumu arttırarak kriz ortamlarının oluşmaya başlamasına neden olmuştur. Bu çerçevede ABD'de meydana gelen ikiz açığın oluşturduğu yüksek borçlanmalar gereği ülkeye kısa dönemli olarak yabancı sermayelerin giriş yapmasına neden olmuştur. Bunun ABD finans piyasaları üzerindeki etkisi, faiz oranlarını kontrol altında tutmak oldu. Faiz oranlarının reel

olarak düşük olması, hisse senedi ve gayrimenkul gibi varlıkların fiyatını yükseltti. Aynı zamanda, faiz oranlarının düşük olması kredi riskini azaltır ve istikrarlı bir ekonomik ortam sermaye fiyatı oynaklığını azaltır. Bu bağlamda yükselen hisse senedi fiyatları piyasada bir balon yaratmıştır (Dooley vd. 2009). Faiz oranlarının uzun süre düşük kalması beklenirken ve varlık fiyatları yükselmeye devam ederken, daha az umutlu insanlar bu eğilime katılarak kredi kullanmaya başlamıştır. Faiz oranlarındaki doğal düzeltme bu durumu tersine çevirerek balonun patlamasına neden olmuştur.

Grafik 2.3 de ABD’de 1980-1989 yılları arasında meydana gelen cari açık ve bunun sebep olduğu kısa vadeli portföy yatırımlarının değişimi gösterilmektedir. Cari açık hesabı 1981 yılında 4.8 milyar usd fazla verirken, 1982 yılında 11.6 milyar usd açık şeklinde olmuş ve yıllar itibariyle hızla artış göstermiştir. 1987 yılında ise cari açık yaklaşık 160.7 milyar usd olmuştur. Cari açığın artmasına paralel olarak ABD’ye gelen portföy yatırımları da artış sergilemiştir. 1983 yılında ülkeye giren portföy yatırımları 1.7 milyar usd iken, 1984 yılında 25 milyar usd ve 1985 yılında 68.5 milyar usd ile ciddi artışlar kaydetmiştir. 1987 yılından sonra cari açığın azalmasıyla birlikte portföy yatırımları da yatay bir hareket eğilimine girmiştir.

Grafik 2.3: 1980-1989 arası ABD’deki cari açık ve portföy yatırımlarının değişimi (milyon usd)



Kaynak: World Bank Data

Küreselleşme sürecinin artan karşılıklı bağımlılığına rağmen, bir yandan makroekonomik politikaların koordinasyon eksikliği ve diğer yandan kapalı ekonomide parasal kontrol eksikliği, yaygın küresel dengesizliklere ve buna bağlı sermaye hareketlerine neden olmuştur. Mali piyasaların hükümet düzenlemesinin kaldırılması ve gevşetilmesiyle, bu sermaye hareketleri hemen hemen tüm dünya finans piyasalarını yarattı ve kısa vadeli spekülasyon en karlı ekonomik faaliyet haline gelmiştir.

2.2 Sermaye Akımlarının Tanımı

Yatırımlar için yeni araçların yaratılması, bunlarda etkinlikleri arttıran haberleşme ve bilgi iletişim teknolojisinin hızlı şekilde gelişerek rekabet koşullarının küresel bir boyut kazanmaya başlaması ve uluslararası alanda sermaye hareketlerinin serbest olmaya başlaması küreselleşme teriminin ortaya çıkmasına neden olmuştur. 1980'lerden bu yana küresel iletişim teknolojisinin gelişimiyle ülkeler, özellikle ekonomiler; siyasi, sosyal ve kültürel olarak çok yakınlaşmıştır. Bu durum, dünyanın dört bir yanındaki ülkelerin etkileşimlerinde artışa, mal, hizmet ve sermaye akışında yükselişe sebep olmuş ve ülkeler arasındaki artan etkileşime "küreselleşme" denilmektedir. Küreselleşmenin mevcut aşaması 30 ile 40 yılı aşkın süre boyunca bazı ülke ekonomilerine ve kalkınmalarına fayda sağladı, ancak diğerlerine yarardan çok zarar vermiştir (Biçen, 2017).

1930 senesinde başlamış olan Büyük Buhran ve bunun ardından ortaya çıkan İkinci Dünya Savaşı, küresel ekonomiye oldukça fazla zarar vermiştir ve çoğu ülkelerin batma noktasına gelmesine, krizlere neden olmuştur. Krizden çıkış yolu arayan ülkeler dünya ticaretini liberalleştirmeye başladı. Gelişmiş ülkeler yeni pazarlar açar, daha ucuz hammadde sağlar, daha ucuz işgücünü tercih eder ve ekonomik tasarruflara yönelirler. Öte yandan gelişmekte olan ülkeler, büyümeleri ve gelişmeleri için ihtiyaç duydukları sermayeyi elde etmek için sermaye akımlarını serbestleştirmeye teşvik edilmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından bir fırsat niteliği kazanan bu sermaye hareketliliği o günlerden günümüze kadar dünya piyasalarında faaliyet alanı bulmaya devam etmiştir (Canbay, 2018). Başlangıçta, mal ve hizmetlerin serbest dolaşımına yönelik adımlar, 1980'lerde ortaya çıkan, dünyanın

dört bir yanındaki ülkeler arasında finansal sermayede hızlı bir değişime yol açtı. Yurt içi tasarrufu yetersiz gelişmekte olan ülkeler, uluslararası sermayeden yeterince yararlanabilmek için finansal liberalleşmeye yönelik politikalar izlemeye başlamışlardır. Henüz makroekonomik istikrarı sağlayamamış olan bu ekonomiler, uluslararası sermayeyi çekmek için rekabet etmekte ve zamanla bu finansal varlıklara bağımlı hale gelmektedir (Boğa, 2017).

1980 yılının ardından gelen süreçte global ekonomide hâkim görüş olan Neoliberalizm, 1989 senesindeki Washington Konsensüsü ile beraber dünya üzerinde bulunan bütün devletler için yaşanacak olan küreselleşmenin kaçınılmaz olduğu belirtilmiştir. Washington Konsensüsü genel olarak on maddelik politika önerisidir. Washington Konsensüsü ABD Hazinesi, IMF ve Dünya Bankası uzmanları ile diğer uluslararası alanda bulunan finans kuruluşlarının ortak şekilde politikalar geliştirmeleri ve bu geliştirilen politikaların tamamının dünyada yaygınlık kazanması ve uygulanmaları biçiminde anlamlar taşır. Williamson, bu bağlamda Washington merkezli kuruluşların kararlı bir politikasını uygulamak gerektiğini söylemiştir (Williamson, 1990, 2002). Williamson 'un ilk olarak 1989'da kullanmış olduğu ve 1990 senesinde kaleme aldığı "What Washington Means by Policy Reform" isimli olan makalesi içinde tanımladığı politikalar aşağıdaki gibidir.

- Doğrudan yabancı sermaye akımlarının serbestleştirilmesi
- Mali disiplin
- Kamu harcamalarının azaltılması (sağlık giderleri, temelde yer alan eğitim ve alt yapı şeklinde),
- Vergi yenilikleri
- Faiz oranlarının serbest bırakılması
- Rekabetçi döviz kuru politikaları
- İthalatın (ticaretin) serbestleştirilmesi
- Kamu teşebbüslerinin özelleştirilmesi
- Mülkiyet haklarının korunması
- Finansal reform

Gelişimini tamamlamakta olan ülkeler içinde yüksek düzeyde büyüme performansına, dengeli şekilde olan makroekonomik yapılara, oldukça hacimli pazarlar ile yabancı sermayeler için elverişli şekilde yatırım imkânlarına sahip olan

belirli devletler “Yükselen Piyasa Ekonomileri” şeklinde tanımlanmaktadır. Yükselen piyasa ekonomilerini tanımlayan ülkeler hakkında ortak bir anlayış olmasa da bu grup ülkelerin ilk göze çarpan özelliği küreselleşmenin gereklerine tam olarak uymalarıdır.

Gelişmekte olan piyasalar genellikle daha fazla büyüme potansiyeline sahiptir, ancak yüksek büyüme elde etmek için yabancı sermayeye ihtiyaçları vardır. Ancak, çoğu gelişmekte olan piyasada, portföy yatırımları ve spekülasyon amaç taşıyan kısa vadeli sermaye girişleri, uzun vadeli doğrudan yabancı yatırımlardan daha yüksek görünmektedir. Bu durumlara neden olan en önemli gelişmeler ise; 1980’li senelerde ABD ve Japonya’daki spekülasyon hareket etkileri ile 1985 ve 1987 seneleri esnasında New York ve Tokyo borsasında meydana gelen çöküşlerdir (Roubini vd. 2012). Yalnız New York ve Tokyo borsalarında meydana gelen çökmeler özellikle gelişmekte olan ülkelere etki etmemiştir. Bu durum, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarının birbirine bağlı olmadığını, gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere hızlı bir sermaye akışı yarattığını göstermektedir.

1990’lı senelerin sonunda meydana gelen Asya Krizi ile daha fazla kullanılmaya başlanan finansal kırılganlık terimi, 2013 senesinin Mayıs ayında Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası FED’in kısa süre içerisinde tahvil alım programına son vereceğine ilişkin duyuru yapmasının ardından “Kırılgan 5’li” tabiri yeniden kullanılmaya başlanmıştır. İlerleyen yıllarda, sözde "gelişmekte olan ekonomiler" de borsalar sert bir şekilde düşmüş ve para birimleri ABD dolarına karşı zayıflamış, bu ekonomilerin yeniden değerlendirme konusuna karşı kırılganlığını artırmıştır. Ülkelerin ani sermaye girişleri ve çıkışları nedeniyle ekonomik istikrarını ölçmek için kullanılan kırılganlık göstergeleri, finansal krizleri tahmin etmek için kullanılan başlıca göstergelerdir ve bu kavramların yeniden hayata geçirilmesi, gelişmekte olan piyasalarda ve bu ülkelere sermaye çıkışlarında bir panik iklimi yaratmıştır. İktisadi yönetimlerin müdahaleleri, yurt içi para birimlerinin dolar karşısında çok değer kaybetmesini engelledi ve piyasalar istikrar kazanmıştır (Boğa, 2017).

2008 senesinde ABD’de başlamış olan ve daha sonrasında etkileri dünyanın tamamına yayılmasının ardından küresel boyut kazanan finansal krizle birlikte, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları bu krizin yıkıcı etkilerini en aza indirmeye çalışmıştır. Bu bağlamda, geleneksel para politikası yaklaşımının bir parçası olarak faiz oranları önemli ölçüde düşürülmüştür. Bununla birlikte, gelişmiş

ekonomilerde iç talebi canlandırmaya yönelik yetersiz faiz indirimleri, gelişmiş ülkelerdeki merkez bankalarının dijital genişlemeye başlamasına neden olmuştur. Bu bağlamda en başta ABD Merkez Bankası (FED) olmasının yanı sıra Avrupa Merkez Bankası (ECB), İngiltere Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankası geleneğin dışına çıkarak farklı para yöntemlerine başvurmuş, büyük kapasiteli varlık alımları ve uzun dönemli olan fonlamalar şeklinde izledikleri politikalar ile birlikte piyasalara yüksek düzeyde likidite sağlamaya başlamışlardır. (Barlas vd. 2013)

2.3 Sermaye Akımlarının Tarihsel Gelişimi

Sermaye tarihsel olarak derebeyleri ve esnaflar gibi feodal özellikte üretici güçler arasındaki boşluklarda, uzak mesafeli ticaret ve finansman olarak ise Avrupalı egemenlerin kontrolü dışında oluşmuştur. Kendi düzenini farklı toplumlar üzerinde, onların düğüm noktalarının denetimini ele geçirip, ticari alışveriş, kredi, nüfus hareketleri vb. biçimlerde bağlayarak uygulamaya başlamıştır (Pijl, 2014).

Dünyada kapitalizmin son 200 senelik tarihi, iki farklı salınımlar şeklinde, iki adet küreselleşme süreçlerinin yaşanmış olduğunu gösterir. Bu aşamalardan birincisinde Sanayi Devrimi'nin yaygınlaşmasının ardından teknolojik gelişimi takip etmesi ve 1870-1914 yılları arasında dünya emtia ve finans piyasalarına hâkim olduğu görülmektedir. Bu yıllardaki ilk küreselleşme evresinin temel özelliği, para piyasası ve ticari alışverişlerde altın standardının normal şekilde kabul edilmesidir. Yaşanan iki dünya savaşı ve ulusal olan devletlerin sınırlı bağımsız kalkınma ve ticari yöntemleri bağlamında gelişen 1914-1960 ara döneminin ardından dünya ölçeği içerisinde yeni bir küreselleşme dönemi içinde olduğu görülür.

Ulusal ekonomilerin ticari ve finansal anlamda dışa açılması ya da liberalizasyon uygulamaları sadece 1980'li yıllara özgü bir durum değildir. Kapitalizm tarihi incelendiğinde konuyla ilgili olarak iki dönemden bahsetmek mümkündür. Bunlardan birincisi 1870-1914 dönemini kapsayan ve İngiliz Hegemonyası içindeki bir dönem olarak ele alınan Klasik Liberalizm, ikincisi ise yirminci yüzyılın son çeyreğinden günümüze kadar süren dönemi kapsayan ve Amerikan Hegemonyası içindeki bir dönem olarak nitelendirilen Neoliberalizm dönemidir.

2.3.1 1870-1914 Arası Sermaye Akımlarının Gelişimi

Zamanla sermaye birikim sürecinin görünümünde bazı değişikliklere uğradığı bilinmektedir. 1870'lerin baskın eğilimi, yüksek gelirli ülkelere ve bölgelere düşük gelirli ülkelere geçmiştir. Öte yandan, 1980'lerde hakim olan eğilim, yüksek gelirli ülkelere ve bölgelere sermayenin yeniden dağıtılmasıyla ortaya çıktı. Bununla birlikte, hareket yönü ne olursa olsun, sermaye, 1870'lerden beri büyük bir coğrafi arayışa sahip olmayla ilgilidir (Storper vd. 1989).

Peş peşe iki küreselleşme aşamasının yaşanmış olduğu 250 senelik iktisat tarihinde en belirgin olan ortak özellik iktisadi olarak büyüme oranında sıçramalar yaşanmasıdır. Doküma teknolojisinin baş döndürücü gelişimi 1730'larda başladı; daha sonra buharlı demiryolu ve denizyolu taşımacılığı izlemeye başlanmıştır. Bu yıllar boyunca, işgücünün bileşimi çarpıcı biçimde değişti, örneğin 1800'lerin başında, İngiltere'deki endüstriyel emek seviyesi %30'du; 1840'ta %47'ye kadar yükselmiş; 1870'de ise %49'a ulaşmıştır (Baldwin vd.1999).

Bu gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi sıçramalar ve sınırlar şeklinde görülebilir. Örneğin 1800'lü yılların başına kadar neredeyse sabit olan ve sadece geçim kaynağı geliri sağlayan büyüme hızı, 19. yüzyılda hızlı olmuş, 20. yüzyılın ikinci yarısında %2'den %3'e yükselmiştir. Bu süreçte dünyanın önde gelen kapitalist ülkelerinin büyüme hızı hiç olmadığı kadar yüksek olmuştur. Örneğin 1580 ile 1820 arasında dünya kapitalizmine hükmeden Hollanda'nın ekonomik büyüme oranı %0,2 iken, 1820 ile 1890 arasında önde gelen Britanya'nın ekonomik büyüme hızı %1,2 dir. 1890 senesinden itibaren dünyada kapitalizmin yükselen gücü haline dönüşmeye başlayan ABD'de 1890-1990 arasında senelik ortalama %2.2 düzeyinde büyümeler gerçekleşmiştir. 1914 yılına gelindiğinde ise ABD'nin dışarıdaki doğrudan yatırımları Amerika'nın gayri safi milli gelirinin yüzde 7'sine ulaşmıştır (Parente vd. 1993).

Hızlı biçimde gelişen bu sanayileşme evrelerinin diğer bir boyutu ise günümüzde "Üçüncü Dünya" şeklinde isimlendirilen ülkeler bakımından bir "sanayisizleştirme" ve "geri bıraktırma" terimleri ile paralellik göstermektedir. Aynı zamanda, örneğin 18. yüzyıla kadar dünyanın önde gelen tekstil üreticisi Hindistan, 19. yüzyılın başlarında tekstillerinin %70'ini ithal ederek ham pamuk ihraç eden bir çevre ekonomisi haline geldi. Sonuç olarak, 19. yüzyılda ilk küreselleşme dalgası, uluslararası nispeten eşit

bir şekilde dağılmış olan dünya ekonomisinden ortaya çıkmıştır. İkinci küreselleşme dalgası esasen bu eşitsizliğe dayanıyordu ve kalkınma, az gelişmişlik ideolojisinin bir uzantısı olmuştur.

Bu çerçevede mal ticaretinin uluslararası piyasalarda evriminin birinci ve ikinci küreselleşme sürecinde farklı yapılara dayanmakta olduğu açık şekilde gözlemlenmektedir. Genellikle, 19. yüzyılda emtia ticaretinin bugün olduğundan çok daha kesin ve düzenli olduğunu görebiliriz. Tüm bu süre boyunca, sanayileşen ülkeler bir emtia üreten ticaret sistemi oluşturmuş, bu da mevcut anlamda daha az gelişim göstererek, çevre ülkelerden daha fazla gıda ve tropikal hammadde ithal ederek, "sanayileşme" nin yükselmesine neden olmuştur.

Yalnız bir karşılaştırma yapılacak olursa, 20. yüzyılın ticari sistemin bu kalıpların çok dışına çıkarak, basit şekilde kurumsal şekilde kurgusu yapılamayacak model ile anlaşılamayacak seviyede karmaşık olan bir yapıya büründükleri ortaya çıkacaktır. İlginçtir ki günümüzde de yaklaşık 15 trilyon USD'ye ulaşan ticaret hacminin yaklaşık 2/3'ü benzer şekilde donanımlara sahip gelişmiş olan devletlerin arasında yapılmaktadır. Nitekim mal bazında incelendiğinde, dünyada gerçekleşen ticaretin yaklaşık 3/4'ünün imalat sanayi alanında karşılıklı alış veriştiren olduğu görülmektedir. Bu sebeple dünya ticaretinin günümüzdeki durumu, az gelişmiş olan ülkelerin de benzer biçimde malların karşılıklı ticaretlerini devam ettirdiği bir görünüm sunar (Kolko, 1988).

20. yüzyılın ikinci küreselleşme dalgasının üzerine gelişen bu gözlemler, sermayenin birikim, gelir dağılımının uluslararası deseni bakımından oldukça önemli süreçler ile alakalıdır. Örnek vermek gerekirse UNCTAD 1998 Ticaret ve Kalkınma Raporu'ndan elde etmiş olduğumuz göstergeler, dünya düzeyinde gelir eşitsizliklerini gösteren Gini katsayısının 1965'te 0.66 iken; 1980'de 0.68; 1990'da da 0.74'e yükseldiğini, bu çerçevede küreselleşme aşamasının derinleşmesi ile birlikte uluslararası gelirlerin dağılımındaki eşitsizliklerin derinleşmesi arasında sıkı birlikteliğin olduğunu göstermektedir. Gerçekte, kişi başına milli gelir farkı üzerine yapılan bir araştırma, zengin ve yoksul arasındaki farkın giderek arttığını göstermektedir. 1965 yılında en fakir %20'lik nüfusun kişi başına yıllık ortalama geliri 74\$; en zengin %20'nin ise 2.281\$ olarak hesaplanmakta, bu da yaklaşık 1:31'lik bir oran vermektedir. 1990 yılına gelindiğinde aynı rakamlar %20'lik en fakir grup

için 283\$, en zengin %20 için ise ortalama 17.056\$ vermektedir. Dolayısıyla 1990'da en fakir ve en zengin %20'lik gelir grubunun ortalama gelir farkı 1:60 düzeylerine çıkmış durumdadır.

Gelir dağılımındaki eşitsizliğin, emek piyasalarında istihdam türlerinin marjinalleşmeye itilmesiyle de yakından ilgili olduğu gözlenebilmektedir. Örneğin, dünya kapitalizminin günümüzdeki itici gücü olan ABD ekonomisinde reel ücretlerin giderek farklılaşmasına dayalı bir marjinalleşme sürecinin yaşandığı görülmektedir. Cline (1997), 1973 ile 1993 yılları arasında orta öğretim derecesine sahip olmayan iş gücünün ortalama reel ücretlerinin %25 oranında gerilediğini hesaplamaktadır. Avrupa işgücü piyasalarında ise gelir eşitsizliğinin, ücret farklılıkları olarak değil de iş bulma ve istihdamın korunması konularındaki fırsat eşitsizliklerinde yattığı öne sürülmektedir. Böylece, 19. yüzyıldan itibaren eşitsiz bir gelir dağılımı örüntüsüne bürünen 20. yüzyılda yaşanan ikinci küreselleşme dalgası, bu eşitsizlik ve dışlanmaya dayalı iç dinamikler yaratarak bu süreci derinleştirmiştir. Bu olgunun ideolojik yansıması, "iş gücünün esnekleştirilmesi" kavramını göz ardı ediyor ve onu küreselleşme aşamasının teknolojik taleplerinden ve uluslararası sermaye hareketlerinin biçimlerinden ayrı görüyor.

2.3.2 1914 Sonrası Sermaye Akımlarının Gelişimi

Sermaye hareketlerinin artış gösteren gelişimi küreselleşme evresinin her iki niteleyici özellikleri olarak karşımıza çıkmaktadır. İktisat literatüründe, 20. yüzyılın ikinci küresel dalgalanmalarının günümüzde 1914 seviyesine ulaşmadığına ilişkin tartışmalar devam etmekle birlikte, yaşadığımız dönem uluslararası finansal sermayelerinin akışını belirleyen finansal araçların çeşitlilikleri iki küreselleşme döneminin niteliksel farklılığını da ön plana çıkarmaktadır.

19. ve 20. yüzyıl küreselleşme dönemlerinin sermaye hareketi bakımından en önemli farklılığı, birincisinin reel bir mal ile -altın standardında- düzenlenirken, yaşadığımız dönemdeki ikinci evrelerin fiat kağıt paralarının nominal değişim hareketine dayalı olmasıdır. Bu doğrultuda yirminci yüzyılın en ayırt edici özelliği, ulusal paranın değişim değerinin altın veya benzeri metallerle değil, yalnızca nominal büyüklükle desteklenmesidir. Ulusal para birimlerinin mübadelesi bağlamındaki bu belirsizlik, finansal sistemin işleyişi için önemli bir risk oluşturmaktadır, ancak spekülasyon karlılığı desteklemekte ve gerçek üretim dünyasından ayrı olarak finansal

sermayenin likiditesi konusunda uyarmaktadır. Bir örnek verilecek olursa, 1980'lerin sonunda gündelik olarak yaklaşık 190 milyar US\$ hacmi bulunan dünya döviz piyasaları işlemleri, yaşadığımız dönemde gündelik 1.7 trilyon US\$'a ulaşmıştır. (Tobin, 2000). Sözü edilen finansal hareketliliğin “dünya mal ticaretini finanse etmek” şeklinde bir aşama ile alakası olmadığı gerçek üretim ve fiziki sermayenin yatırım gerekliliğinden tamamen ayrı bir biçimde gelişme gösterdiği açık şekilde görülmektedir. II. Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan Bretton Woods sistemi, sabit döviz kurları ve spekülasyon sermaye hareketleri üzerindeki ulusal denetim araçlarını kullanarak 30 yıl boyunca bu tür spekülasyonların birikmesine karşı koruma sağlayan bir mekanizma sağlamıştır.

Küreselleşmenin iki aşaması arasındaki bu niteliksel farklılık, ulusal para biriminin döviz kurunun belirsizliğinde ve bu varsayımın olasılığından kaynaklanmaktadır. Bu belirsizliklerin ulusal döviz piyasası içerisinde görülmesinin farklı bir biçimi ile de devletlerin döviz rezerv hareketlerinin giriş ve çıkış evresindeki “kısa-vadecilik” ve ulusal finans piyasasının gittikçe daha çok spekülasyon saldırılarına karşı açık bir hale gelmesinin sonucunda ortaya çıkmış olan belirsizlikler ve risk ortamlarıdır. Bu nedenle, ulusal merkez bankalarının daha fazla rezerv tutma ihtiyacı, gerçek yatırım için mevcut rezervlerin kademeli olarak azaldığını göstermektedir. Sonuç olarak IMF ve UNCTAD verilerine göre, yaşadığımız dönemde az gelişmiş olan devletler reel faizlere rağmen sağlamış oldukları sermaye girişinin yaklaşık olarak üçte birini rezerv biriktirmek için ayırırlar.

1980 sonrasında kalkınma aşamasında olan devletlere yönelen net sermaye hareketliliğinin boyutları dönemselsel olarak Tablo 2.1 de sergilenmektedir. Tablo, kalkınma aşamasında olan devletler ve 14 yeni gelişen piyasa ekonomisinin ödemeler dengesinden seçilmiş kalemleri özetlemektedir. Tablodaki verilere bakıldığında 1990-98 aralığında bütün gelişmekte olan devletlere toplam 1890.6 milyar usd tutarında bir sermaye girişinin olduğu; bunların 1083.8 usd nin 14 yeni gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yöneldiği gözlemlenmiştir. Aynı dönem içinde gelişmekte olan devletlerden 577.2 milyar usd lik bir sermaye çıkışının olduğu; bu çerçevede, 1990 ve 1998 seneleri arasında toplamda net sermaye girişlerinin 1313.4 milyar usd olduğu bilinmektedir.

Net sermaye girişlerine bakıldığında uluslararası döviz rezerv birikiminin %33.3'e çıktığı anlaşılmaktadır. Aynı düzeyde yeni gelişmekte olan piyasalar açısından %28'dir. Diğer bir deyişle, net uluslararası sermaye girişinin yaklaşık üçte biri, doğrudan kaynak tasarrufu şeklinde elde tutulmakta ve yatırım finansmanı olarak gerçek sermaye birikimine katkı sağlamamaktadır. Aynı zamanda, gelişmekte olan ülkelerdeki net sermaye girişlerinin %30,5'inin net hata ve noksanlardan oluştuğu tahmin edilmektedir. Kayıt dışı uluslararası sermaye hareketlerindeki bu tür akışlar bize kayıt dışı malların satışından elde edilen gelir miktarını ve kaynağı bilinmeyen varsayımları verir.

Tablo 2.1 Gelişmekte Olan Ülkeler ve 14 Yeni Gelişen Piyasa Ekonomisinde Sermaye Akımlarının Durumu

Gelişmekte Olan Ülkeler ve 14 Yeni Gelişen Piyasa Ekonomisinde Sermaye Akımları

	Tüm GOÜ			Yeni Gelişen Piyasalar ^a	
	1990-1994	1995-1998	1990-1998	1980-1989	1990-1997
Milyar usd					
Net Sermaye Girişi	825,8	1.064,9	1.890,6	355,3	1.083,8
Net Sermaye Çıkışı	-142,0	-435,3	-577,2	-49,6	-256,2
Net Sermaye Hareketleri	683,8	629,6	1.313,4	305,7	827,6
Net Hata Noksan	49,9	106,3	156,2	39,5	53,2
Rezerv Hareketleri	221,2	216,5	437,7	10,6	231,6
Cari İşlemler Dengesi	412,7	306,8	719,5	255,6	542,7
Net Girişlerin %'si Olarak					
Net Sermaye Çıkışı	17,2	40,9	30,5	14,0	23,6
Net Hata Noksan	6,0	10,0	8,3	11,1	4,9
Rezerv Hareketleri	26,8	20,3	23,2	3,0	21,4
Cari İşlemler Dengesi	50,0	28,8	38,0	71,9	50,1
Net Akımların %'si Olarak					
Net Hata Noksan	7,3	16,9	11,9	12,9	6,4
Rezerv Hareketleri	32,3	34,4	33,3	3,5	28,0
Cari İşlemler Dengesi	60,4	48,7	54,8	83,6	65,6

Not^a: Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Mısır, Hindistan, Endonezya, Malezya, Meksika, Pakistan, Peru, Filipinler, Güney Kore, Güney Afrika, Türkiye

Kaynak: UNCTAD World Trade and Development Report, 1998

Bu kısımda dikkat çekici olan nokta, sermaye hareketlerinin yalnızca “doğru” iktisadi süreçleri uygulamakta olan birkaç “gözde” ekonomiye değil, yapısı ve iktisadi politikalara oranla son derece farklılıklar gösteren birden fazla ekonomilere aynı düzeyde istikrar ve ilgi gösterilmesidir. Bu bağlamda, 1990'ların uluslararası sermaye hareketinin bir veya iki coğrafi alanla sınırlı olmadığını, buna karşı küresel kapitalizmin yeni bir boyutunu oluşturduğunu görüyoruz. Bir taraftan uluslararası finans ortamının yatırım kararlarında gösterdiği küreselleşmenin evrelerini, diğer taraftan küresel finans piyasalarının tanımını içeren bu süreç, telekomünikasyon teknolojisindeki kafa karıştırıcı gelişimin gerisinde kalmakta ve ulusal pazarları tek tek alanına yönlendirmektedir.

Bu gelişimin önemli bir unsuru, ulusal piyasadaki faiz oranı ve döviz kuru dengesizliklerinden dolayı arbitraj unsurlarına dayalı kısa vadeli sermaye akışlarıdır. “Sıcak paranın” iktisat yazınında genel olarak kabul edilmiş olan tanımın olmamasının yanı sıra “spekülatif”, “kısa dönemci” ve “aşırı dalgalanma ve akışkanlık” şeklinde unsurları barındırdığı ve neden olduğu ekonomik istikrarsızlıkların da temeli itibarıyla bu öğelerden kaynaklandığı bilinir. Bu istikrarsızlıkların ana yönü, yabancı sermaye bolluğu nedeniyle ulusal paranın kısa vadede aşırı değerlenmesidir. Sıcak nakit akışları, iç piyasada nispeten yüksek reel faiz oranlarına sahipken, kısa vadeli döviz tasarruflarına sahip olma eğilimindedir. Bu durum ulusal para birimini yabancı para birimleri karşısında çok değerli kılmaktadır. Sonuç olarak ithalat ucuzlarken ihracat sektörleri düşüyor ve cari açıklar büyümektedir. Öte yandan, bu koşullar altında ekonomik büyüme dışa bağımlı, yapaydır ve reel faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ince denge bozulduğu için ani bir gerilemeye maruz kalabilir (Calvo vd. 1999).

Uluslararası finansal sermayenin kısa vadeli likiditesinin bir başka sonucu da merkez bankalarının bağımsız para, faiz ve döviz kuru politikalarına bırakılmamasıdır. Uluslararası sermayenin hareketi üzerinde kontrolün olmadığı tamamen serbest bir ekonomide, faiz oranları ve döviz kurları tek bir finansal unsur haline geldi. Böylece yatırım stratejilerini ve ticaret hedeflerini de kapsayan bağımsız bir kalkınma stratejisinin uygulanmasını imkânsız hale getirmiştir.

Dolayısıyla ticarete açık olan üretken sektörlerin çökmesine, aşırı kaynak birikimine ve ulusal tasarrufların azalmasına neden olan bu süreç, ulusal varlıkların verimli tahsisini baltalamakta, büyüme çarpıklıklar ve istikrarsızlık yaratmaktadır.

Reel imalat sektöründeki bu çarpıklıklara ek olarak, merkez bankalarının parasal güç fonksiyonları gittikçe sınırlı hale geliyor ve ülke ekonomisindeki para piyasası, dış faktörlerin dalgalanmasıyla kontrolden çıkmaktadır. Bu süreç doğrultusunda ulusal finans piyasaları, bu akışların yönüne bağlı olarak yapay hareketlere ve dalgalanmalara maruz kalan kısa vadeli sermaye akımları tarafından kontrol edilmektedir. Böylece, ulusal ekonominin reel üretim sektörleri ve mali sektörleri giderek birbirinden ayrılmakta ve aynı zamanda öngörülen karlar nedeniyle gelir dağılımı bozulmaktadır.

Sonuç olarak, 1970'lerden bu yana küreselleşmenin ekonomik boyutu, sermayenin geri dönüşünü başarının tek göstergesi olarak kabul etmekte ve her türlü sosyal, idari ve kültürel kısıtlamayı ekonomik faydalar gerçekleştirilmeden önce uygunsuz veya modası geçmiş olarak tanımlamaktadır. Küreselleşme ideolojilerinin ardında yatan sermayenin karlılığı, kaynakların verimli tahsisi ve dolayısıyla ekonomik refah için önemli bir koşuldur. Bu, ancak tamamen düzensiz bir serbest piyasa ekonomisi ile sağlanabilir.

Bu düzenleme kapsamında eğitim, sağlık ve sosyal altyapıya yapılan her türlü yatırım, diğer tüm yatırım maliyetleri gibi, piyasa ekonomisi talebi, arz sinyalleri ve mali kayıp açısından değerlendirilir. Bu nedenle, ulusal hükümetin bu kar amacı gütmeyen girişimleri verimsiz olarak tespit edilmiş ve sosyal altyapı piyasa fiyatları üzerinden giderek daha fazla özelleştirilmiştir.

Dolayısıyla dünya ekonomisini tek bir pazara dönüştürerek karını artırmak isteyen sermaye için iki önemli hedef vardır: Ulusal devlet kontrolünü sınırlandırması ve işçi örgütlerini kârlarından mahrum bırakması. İçeriği net olmayan küreselleşme, işgücü piyasası esnekliği ve finansal serbestleşme gibi kavramlar bu sürecin ideolojik unsurlarını oluşturmaktadır.

2.3.3 2008 Küresel Krizi Sırasında Sermaye Akımlarının Gelişimi

2008 küresel krizine sermaye akımları açısından bakılacak olursa krizin en önemli olan sebebinin uluslararası para piyasasındaki uygulamalar olduğunu söyleyebiliriz. Dünyada sermayenin likiditesinin ve hızının önemli ölçüde arttığı bir dönemde, sermaye üretmek yerine para oyunları ile kâr etme fırsatı artmıştır. Gerçek olan üretilere dayanmamakta olan tamamen spekülasyon amaçları ile elde edilen kârlar yükselmiştir.

Krizin gelişmiş ülkelerden hızla gelişmekte olan ülkelere yayıldığı en önemli kanalların başında yabancı sermaye girişi gelmektedir. Bu etki hem sermaye miktarına hem de maliyete yansır. Literatürde, sermaye akımlarını çekmekte olan en önemli faktör reel GSYİH büyümesi gösterilir. Kurumsal karı artıran yüksek üretim büyümesi, öz sermaye yatırımlarının daha iyi getirisi, artan borç ve daha düşük kamu harcamaları, kredi talebini azalttı veya vergi gelirlerini önemli ölçüde artırarak sermaye akışını arttırmıştır. Bunun yanı sıra yabancı olan sermayelerin arzı, küresel olarak finansal şartlar, dış borç/GSYİH oranlarında meydana gelen yükselmeler kamunun borçlarının GSYİH içinde yer alan paylarının artmasına ve kurumsal olarak kalitede yaşanan aşınmalar ise sermaye akımlarını azaltan hatta sermayenin çıkmasına neden olan durumlar olarak da öne çıkmıştır. Küresel krizin yarattığı panik ve risklerden kaçınma sermaye arzında bir düşüşe yol açarak, makroekonomik göstergeleri zayıf olan ülkelere sermaye çıkışlarına yol açtı. Mali krizin neden olduğu kırılmalıklar, özel sermaye hareketlerinde, özellikle de borç akışlarında bir daralmaya yol açmıştır. Bu, özellikle yüksek borç oranları, yüksek cari hesap açıkları ve borçları kapatmak için finansman ihtiyacı olan ülkelere geçerlidir.

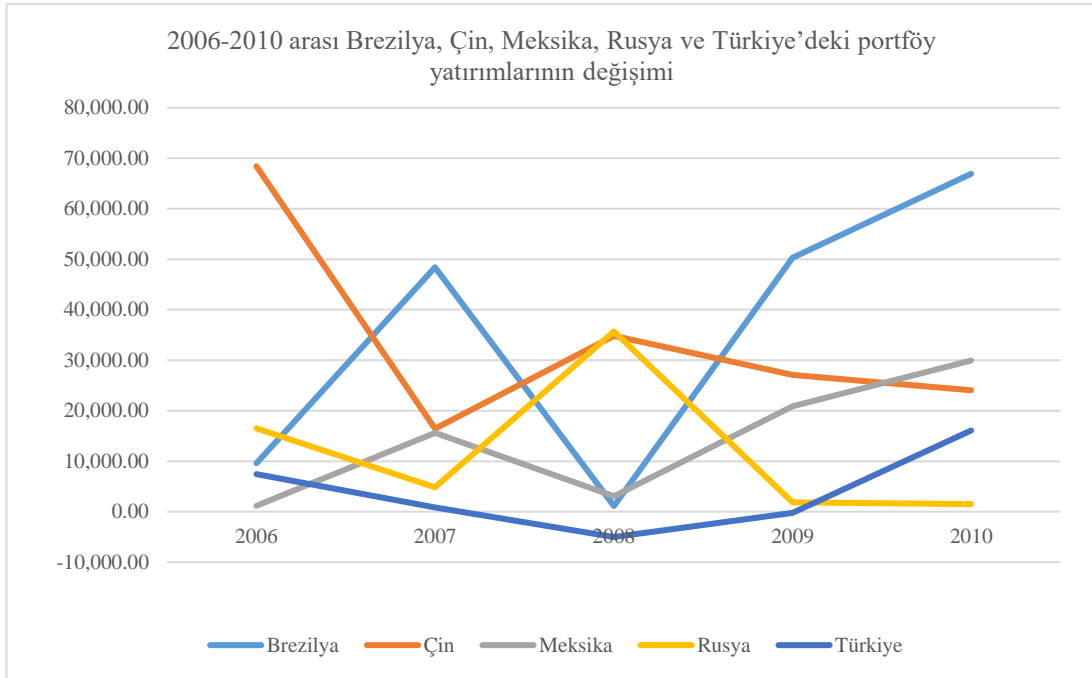
Krizin yaşanacağına ilişkin sinyalleri almaya başlamasının ardından, FED ilk olarak geleneksel olan politikaları hızlı biçimde uygulamaya koymaya başlamıştır. Bu bağlamda Fed, 2007'de %5,25'ten 2008 sonunda neredeyse sıfıra kadar gerileyen faiz oranlarını düşürerek piyasa likiditesini kademeli olarak artırmaya çalışmıştır. Fed ayrıca geleneksel olmayan para politikası araçlarını da kullandı. Kısa vadeli faiz oranlarını sıfıra yakın tutarken parasal genişleme araçları getirilerek uzun vadeli faiz oranlarının düşürülmesi için çalışmalar yapılmıştır. Fed, 2009-2014 döneminde 2.5 trilyon ABD dolarını geçen oldukça geniş çaplı varlık alımı yaparak 3 farklı miktarsal genişlemeye ilişkin programlar uygulamıştır (Labonte, 2016).

Küresel kriz, 2008 Eylül ayında Avrupa Birliği devletlerini de çok ciddi biçimde sarsmış, sermaye akımına erişimleri sınırlı hale getirmiş, bankaların çoğunun piyasaya tutulması imkânsız bir hal almıştır ve hisse senedi piyasası tamamen çökmüştür. Ticaretin finansmanı kurudu ve ihracat, bölgedeki en keskin düşüş olan arka arkaya iki çeyrekte yaklaşık yüzde 15 düşmüştür. AMB (Avrupa Merkez Bankası), 2007 ortalarında mali gerilimlerin başlamasından bu yana, orta vadede fiyat istikrarını sürdürmek için kötüleşen ekonomik ve mali duruma yumuşak ve sürekli bir tepki sergilemiştir. Avro sistemi, Avro bölgesinde faiz oranlarını görülmemiş seviyelere

düşürdü ve bir dizi alışılmadık para politikası tedbiri uygulamaya koymuştur. Bu istisnai ve cesur tedbirler, AMB'nin orta vadede Avro Bölgesi'nde fiyat istikrarını sağlamaya yönelik temel ilkeleriyle tamamen uyumluyken, Avro bölgesindeki alıcılar ve satıcılar arasındaki finansal ilişkileri sürdürmek, hane halklarına ve firmalara borç vermek için bir araç haline geldi. (Norgren, 2010).

Grafik 2.4 te 2008 küresel krizinin seçilmiş GOÜ' de portföy yatırımlarına etkisi gösterilmektedir. Çoğu GOÜ gibi Brezilya, Çin, Meksika, Rusya ve Türkiye'de de krizin ortaya çıktığı ABD'de Fed'in faiz indirimlerine giderek yabancı sermayeyi ülkeye çekmesi sonucu portföy akımlarında daralma meydana gelmiştir. Brezilya'da 2007 yılında toplam portföy girişi 48.4 milyar usd olurken krizin etkisiyle 2008 yılında 1.1 milyar usd seviyelerine düşerek ciddi azalma göstermiştir. Bir diğer Latin Amerika ülkesi olan Meksika'da da aynı paralelde değişim göstermiştir. 2007 yılında toplam portföy girişi 15.6 milyar usd olurken 2008 yılında 3 milyar usd ye gerilemiştir. Türkiye'de ise 2007 yılında 833 milyon usd portföy girişi gerçekleşirken, 2008 yılında 5 milyar usd çıkış gerçekleşmiş ve Türkiye'de küresel krizden nasibini almıştır.

Grafik 2.4: 2006-2010 arası Brezilya, Çin, Meksika, Rusya ve Türkiye'deki portföy yatırımlarının değişimi (milyon usd)



Kaynak: World Bank Data

2.4 Sermaye Akımlarının Türleri

1980’li yıllardan itibaren gelişmiş ülkeler kendi içlerinde ve finansal piyasalarda sermaye hareketini gün geçtikçe her çeşit denetimlerden arındırma yollarına girmiş ve GOÜ’yü kendi sermayelerine zorunlu hale getirmiştir. Bir grup GOÜ paraları konvertible oldu. Böylece 1980’li yılların başlarından itibaren Arjantin, Brezilya, Şili, Meksika ve daha sonra yıkılan Doğu Bloku alanındaki tüm ülkeler, Uzakdoğu ve Güneydoğu Asya, Türkiye serbestleşme akımına dâhil oldular. Yükselen pazarlar adıyla anılmaya başlayıp gözde ülkeler konumuna girdiler (Henderson, 2000).

Sermaye bir ülke içerisine farklı şekillerde giriş yapabilmektedir. Birincisi, finansal gelişime dayalı portföy yatırımlarıdır. Portföy yatırımı, tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerden oluşur. Diğer bir husus ise, doğrudan yabancı yatırım yapan bir kişi veya şirketin, o ülkedeki bir şirket veya kuruluşa girmek istediği kendi teknolojisini ve marka adını kullanabilmesidir. Doğrudan yabancı yatırım, başka bir ülkedeki bir firmayı başka bir ülkeden satın alma yoluyla veya yeni açılan bir firmayı finanse ederek veya mevcut bir şirketin sermayesini artırarak bir ülkeden diğerine yapılan yatırımdır. Yatırımcı, pazara girmek istediği ülkedeki şirketin teknolojisini veya marka adını kullanmasına izin verir, yani şirketler bir lisans anlaşması yapar. Yabancı yatırım, ülkelerin doğrudan geliridir ve sermaye birikimine, üretimine doğru olan gerçek bir yatırımdır (Karluk, 2007).

2.4.1 Doğrudan Yapılan Yatırımlar

İkinci Dünya Savaşının ardından Amerika Birleşik Devletleri şirketlerinin ilk olarak Batı Avrupa ve ardından Latin Amerika’ya üretim yatırımları ile başlatmış oldukları süreç, 1960 senesinin ortasından itibaren Uzakdoğu’da bulunan dinamik devletlere kaydı, bu süreçlere bütün gelişmiş ülkeler de katıldı. 1970 senesinde ise ilk olarak Japonya ve Uzakdoğu’da yer alan dinamik devletler devreye bu defa kendi firmalarının yayılmasıyla girdi ve dışarıda bulunan yatırımlara geçti. 1980’li yıllarda, orta seviyede sanayileşmiş pek çok ülke bu akıma katıldı, Türkiye de bu politikaları izledi. 1980’li yıllara kadar doğrudan yapılan yatırımlar ciddi anlamda kısıtlamalara tabi olmuştur. Bazıları imalat sektörü de dâhil olmak üzere hizmet sektörü ülkelerinin çoğu, yabancı sermaye yatırımlarını kapalı tuttu, bazen yerli sermaye ile ortaklık halinde ve bazen de sadece yeni teknolojiler durumunda yatırımlara izin verdi. Başka

bir deyişle, bu yatırımlara geniş bir özgürlük verilmemiştir. 1980'lerin serbestleşmesi sırasında, durum azaldı, imalat sektörü ve hisse senetlerindeki engeller kalkmaya başladı. 1990'larda yerli-yabancı yatırım ayrımı kaldırılmış ve yabancı sermayedeki devlet garantileri yasal düzeye getirilmiştir. Yabancıya satışlar ya da bunların şirket hisselerini (%51 oranında) ele geçirmesi de doğrudan yatırım sayılıyor. 1980 sonrası yıllarda gelişmiş ülkelerden GOÜ'ye doğrudan yatırımlar içinde kâr imajları daha fazla olan bankacılık, ticaret ve turizm şeklinde hizmetler daha fazla öncelikli olmaya başlamıştır (Kazgan, 2015).

ÇUŞ (Çok Uluslu Şirketler) yerel piyasalarda karşılaştıkları kısıtlamalar, çevreyi koruma kanunları, bankacılık düzenlemeleri nedeniyle emek yoğun mallar için ücretin daha kısıtlı, sosyal açıdan giderlerin daha düşük seviyede olan, işçilerin haklarının yeteri düzeyde gelişmemiş olmasından kaynaklı olarak; fakat işçilerin beceri düzeyinin yüksek olması sebebiyle yatırımları GOÜ'lere yapmayı tercih ediyorlar. Haliyle bu durumla birlikte istihdamın ifade edilen özelliklerine sahip GOÜ'ye kayması gelişmiş ülkelerde sanayinin yer değişimi şeklinde anılmaya başladı.

Doğrudan yapılan yabancı yatırımlar 2004-2007 seneleri arasında özelleştirmeler, birleşmeler ve satın alınmalar biçiminde ülkemizde görülmektedir. Bu durumda şöyle bir örnek bulunabilir; 2005 yılında, ülkemizin 2 milyar dolarlık doğrudan yabancı yatırımları, gayrimenkul alımından gelmiştir. Aynı zamanda 7.8 milyar dolarlık olan kısmı ise Turkcell, Türk Telekom, Garanti Bankası ve Fortis Bank gibi özelleştirilmiş olan firmalardan elde edilmiş olan tutarlardır. 2006 senesinde ise durum çokta farklı değildir. Doğrudan yabancı yatırımda 13,4 milyar dolar özelleştirme gelirlerinden oluşmaktaydı. Bir başka birleşme biçimi olan devralma geliri 2,9 milyar dolardır. Bu veriler göz önüne alındığında, doğrudan yabancı yatırımcıların ülkeye yeni yatırımlardan çok satın alma, ortaklık veya gayrimenkul yatırımları şeklinde girme olasılığının daha yüksek olduğu açıktır (Acar, 2016).

Tablo 2.2 de GOÜ'de doğrudan dış yatırımların hızla arttığını, ancak en düşük gelirli ülkelerde yine de GSYİH'nin %1.5'ini (2005) aşmadığını, oysa orta gelirli ülkelerde bu oranın %3.1'e vardığını görmekteyiz. Çoğunluğu Doğu Avrupa-Orta Asya (%3.5), Latin Amerika ve Karayip bölgesiyle (%2.9), Asya-Pasifik bölgesi (%3.2) alıyordu. Bu üçü GOÜ giren toplam yatırımın rakam olarak %90'ını aşıyordu

(2005). Yani, doğrudan yatırımlar üst-orta gelirli ülkelere akıyor, düşük gelirli ülkelere pek gitmiyordu.

Tabloda dikkat çeken bir diğer önemli nokta ise; doğrudan yatırımlara ilişkin çıkış sütununda (1990 ve 2005) tüm ülke gruplarında GSYİH'nin oransal olarak arttığı gözlemlenirken, azalan tek bölge Doğu Asya ve Pasifik bölgesidir.

Ancak doğrudan yatırımların en büyük kısmı gelişmiş ülkelerin içerisinde, sanayileşerek bilişim çağına geçmiş ekonomilerin arasında gerçekleşmekteydi (Kazgan, 2015). Buna paralel olarak aynı yıl (2005) gelişmiş ülkelere giren doğrudan yatırım oranı GSYİH'nin %2.1'i, yani 900 milyar USD'yi aşıyordu; GOÜ'nün aldığı ise 280 milyar USD kadardı (Tablo 2.2).

Tablo 2.2 1990-2005 Arası DYY'nin Ülke Grupları Bazında GSYİH'deki Payı

Doğrudan Yatırımların Ülke Grupları İtibariyle GSYİH'de Payları (%)				
1990 ve 2005				
Ülke Grupları	GSYİH'de Doğrudan Yatırım (%)			
	Giriş		Çıkış	
	1990	2005	1990	2005
1) DGÜ	0.4	1.5	0.0	0.2
2) OGÜ	0.9	9.1	0.1	0.5
Alt - OGÜ	0.8	3.1	0.1	0.3
Üst - OGÜ	1.2	3.1	0.3	0.7
3) DGÜ + OGÜ	0.8	2.9	0.1	0.5
Doğu Asya Pasifik	1.6	3.2	0.2	0.1
Avrupa + Orta Asya	1.0	3.5	0.0	0.8
Latin Amerika + Karayip	0.8	2.9	0.1	0.7
Ortadoğu + K.Afrika	0.3	2.4	0.0	0.2
Güney Asya	0.1	1.0	0.0	0.2
Sahara-altı Afrika	0.4	2.7	0.0	0.3
4) Yüksek Gelirli	1.0	2.1	1.4	2.4
APS*	1.1	3.2	1.7	2.7

Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators, 2007. APS*: Avrupa Para Sistemine Dâhil Ülkeler

GOÜ'de dış yatırımdaki yükseliş, 1990'lı yıllarda, artık Singapur, Hong Kong gibi zengin devletlerin dışına taşmıştı. İlk sırada Güney Kore ve Brezilya geliyordu.

Bu iki ülkeyi gelişme potansiyeli olan çok sayıda yarı sanayileşmiş ülkeler takip ediyordu, Türkiye de bu gruba dâhil olmaya çalışıyordu. 2000'lerin başında artık Çin ile Hindistan büyüme rakamlarıyla oldukça dikkat çekiyordu. Bu doğrultuda doğrudan yatırım çıkış oranı Çin'de GSYİH'nin %0.1'i gibi çok küçük bir oran olsa da, bu oran Hong Kong bölgesinde GSYİH'nin %24'üne varıyordu (2005). Buna Çin'in 1.2 trilyon doları aşan devlet rezervleri eklendiğinde, doğrudan yatırımlardaki oranın artışının anlamlı olduğu görülmektedir.

İkinci Dünya Savaşının yaşanmasının ardından en büyük doğrudan yatırımlar gerçekleştirmiş ülke olan Amerika Birleşik Devletleri, 1980 senesine kadar (İngiliz yatırımlarından farklı olarak) oldukça az yabancı yatırımlara ev sahipliği yapmıştır; 1970'li senelerde bunların hacmi yıllık 3-5 milyar dolar düzeyindeydi. Oysa 1980'den sonra önemli artışlar yaşanmış, başta İngiltere, Japonya ve Hollanda menşeli olmak üzere, ABD'ye doğrudan yatırım zirve yaptı, tıpkı GOÜ'ye olduğu gibi 1987'den sonra patladı. Senelik olarak 50 milyar doları aşmış ve toplamda bulunan sermaye girişinin dörtte birini oluşturmuştur. Sektörlerin hepsinde dünya üzerinde serbestleşmenin liderliğini yapmakta olan ABD'nin yaşanan bu artışın karşısında ortaya koyduğu tepki oldukça ilginçtir; bunun nedeni yaşadığımız dönemde (1980'li senesinin ilk yarısından bu zamana) ABD artık doğrudan yabancı sermayeye ev sahipliği yapmakta olan ilk ülke durumuna gelmeye başlamıştır (McCulloch, 1993).

2000'lerin başında hem ABD'de hem AB'de başlıca tepki kaynağı artık Çin. Hong Kong ise Çin'in yeni New York'u olarak görülüyor. Piyasa kapitalizasyonu 2 trilyon doları aşan bu pazar Çin firmalarının sermaye kaynağı oluyor; buna Çin'in trilyon doları aşan devlet rezerv fonları eklenince oluşan tutarın büyüklüğü gelişmiş ülkeleri ürkütüyor. Önemli tesislerin Çin firmalarına geçmesini önlemek için tedbirler alınıyor. Nitekim ABD Kaliforniya'da satılan bir liman işletmesini Çin firmasına satmayı reddetti. AB ise benzer kararlar tasarlıyor (Wehrofriz, 2007).

Tablo 2.3 de GOÜ yönelik gerçekleşen sermaye hareketlerinin 1990-2005 yılları arasındaki miktarsal değişimi gösterilmektedir. Finansal serbestleşmenin başladığı 1980 yıllarından sonra GOÜ'lere gelen sermaye akımları oldukça sığ seviyelerdeydi. 90'lı yıllara gelindiğinde gelişmiş ülkeleri terk eden sermayeler GOÜ akmaya başlamıştır. 1990 yılında GOÜ'ye gelen yatırımların toplamı yaklaşık 60 milyar usd iken 2005 yılında 402 milyar seviyelerine çıkarak yaklaşık 6,5 kat artmıştır.

Tablo 2.3 1990-2005 Arası GOÜ'ye Yönelik Sermaye Hareketleri (Milyar dolar)

GOÜ'ye Yönelik Sermaye Akımları (Milyar USD)			
	1990	1995	2005
I. Doğrudan Yapılan Yatırımlar	35.5	90.3	280.6
II. Portföy Yatırımları	23.4	81.6	121.8
1) Bono ve Tahvil	14.9	59.6	55.1
2) Hisse Senetleri	8.5	22.0	66.7
Toplam	58.9	171.9	402.4

Kaynak: World Bank

Tablo 2.4 de ise 2007-2019 yılları arasında GOÜ olan net sermaye hareketlerinin değişimi bölgesel bazlı olarak sunulmaktadır. 2007 yılında Doğu Asya'ya toplam 302 milyar usd sermaye hareketi gerçekleşirken 2019 yılında 2 kattan fazla artış göstererek 630 milyar usd seviyelerine çıkmıştır. Tabi buradaki artışta en önemli etkinin Çin'in dünya gücü olma çabalarının payı oldukça yüksektir. 2008 küresel krizinin derinden etkilediği Avrupa'da ise 2007 yılında toplam sermaye hareketleri 424 milyar usd iken günümüze kadar sürekli düşüş eğilimi içinde olmuş ve 2019 yılında 125 milyar usd seviyelerine gerilemiştir. 90'lı yıllarda sürekli krizlerle karşılaşan Latin Amerika'da ise 2007 yılında 208 milyar usd sermaye akımı gerçekleşirken 2011 yılında yaklaşık 303 milyar usd ile %45 artış göstermiştir. Güney Asya bölgesinde ise 2011 yılındaki 78.2 milyar usd sermaye hareketleri 2019 yılında neredeyse 2 kat artarak 148 milyar usd seviyelerine çıkmıştır.

Tablo 2.4 2007-2019 Arası Bölgelere Göre GOÜ'ye Yönelik Sermaye Hareketleri

Bölgelere Göre Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Net Toplam Sermaye Hareketleri (Milyar Usd)				
	2007	2011	2015	2019
Doğu Asya ve Pasifik	301.60	449.40	387.00	630.00
Avrupa ve Merkez Asya	424.10	200.10	201.00	125.00
Latin Amerika ve Karayipler	208.30	302.90	270.00	171.00
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	29.60	15.80	47.00	37.00
Güney Asya	116.30	78.20	111.00	148.00
Sahra Altı Afrika	53.40	60.30	68.00	93.00

Kaynak: World Bank Debt Report (2021), World Bank Debt Report (2014)

2.4.2 Portföy Yatırımları

1980’li senelerde borç nedeni ile yaşanan krizin temelinde yurt sakinlerinin dış piyasalardan serbest biçimde borçlanmaları ve yurt sakinlerinin dışında kalanların serbest şekilde finansal piyasalarda yatırım yapabilmesi önündeki sınırlama ve denetimin kalkmasıdır. Sermaye hareketlerin serbest hale gelmesinde uluslararası bankaların GOÜ’ye verdiği krediler ön planda bulunmuyor, artık olaylar devletlerin daha çok sermaye piyasaları içinde yaşanıyor. Yani bakıldığında sermayelerin ihracını gerçekleştiren devletler bakımından tehlike artık oldukça küçük olan birimlerin arasında daha fazla dağılmış, az sayıda olan büyük bankalar üzerinde yoğunlaşmamıştır. Aynı 1870’li senelerden Birinci Dünya Savaşına kadar geçmiş olan zamanda ve 1920 senesinde yaşandığı gibi, 1980 yılından sonra parasal biçimdeki sermaye özel-kamu tahvillere, hisse senetlerine ve ayrıca özelleştirilen kamusal girişimlere gitmektedir. Portföy yatırımlarındaki patlama bunu gösteriyor (Henderson, 2000).

Gelişmiş ülkeler açısından GOÜ’nün uluslararası finansal piyasalara, ÇUŞ’ların de pazara olan yararları hiç göz ardı edilir gibi değildi. Bir kere, bunun gerektirdiği hukuksal yapı, yerli sermayeyle eşit haklara ulaşma, GOÜ’de ulus-devletin ekonomideki gücünü iyice sınırlayacaktı. Her türlü devlet müdahalesi yok olurken, yerli sermaye lehine ayrımcılık ortadan kalkarken, KİT’lerin özelleştirme yoluyla yeni rant ele geçirilebilecekti. Küreselleşmenin başlangıcında ileri sürülen gerekçe ise, gelişmiş ülkelerin portföy çeşitlendirmesinin sınırlı kalmasıydı. Örneğin 1970’te ABD’de yerleşiklerin elindeki yabancı varlık kalem tutarı, ABD sermaye stokunun sadece %6.2’si; yabancıların elindeki ABD varlık kalemleri tutarı da ABD sermaye stokunun sadece %4’ü kadardı. 1999’da bu oranlar sırasıyla %30 ve %36’ya çıkmıştı (Krugman vd. 2003).

Ne var ki GOÜ’nün finansal piyasaları gelişmiş ülkelerle karşılaştırılmayacak kadar sığ, bankaların yapısı ve kaynakları zayıftı. Banka olmayan finansal kurumların yapısı da pek farklı değildi. Diğer taraftan türev piyasaların gelişmesi denetimi de iyice güçleştirmekteydi; ayrıca yüksek kar için yüksek risk almaya açık ihtiyat fonları spekülatif oyunlarıyla finansal piyasalarda yayıldıkça, riskler GOÜ için de gelişmiş ülkeler için de artıyordu.

Oysa küresel piyasalar o denli büyüyordu ki, GOÜ'lerin hepsinin GSYİH'yi defalarca aşılıyordu. 1990'ların ortasında sadece ABD emeklilik fonlarının 6 trilyon dolarlık bir büyüklüğe varmış olması dünya döviz piyasalarında günlük işlem hacminin 1 trilyon doları aşması, 2008 krizinde bu rakamın katlanarak büyümesi ve günümüz COVID-19 pandemi sürecinden kaynaklı olarak daha fazla fonlama yapılması GOÜ ne boyutta sarsıntılara maruz kalabileceğini göstermeye yeterlidir.

1990'lerden başlayarak gelişmiş ülkelerde (başta ABD) karlılık ve faizler düşerken GOÜ hızlıca akan, aksine sonraları GOÜ'de risk artarken gelişmiş ülkelere dönen bu atıl fonlar, GOÜ'de yıkıcı darbeler ve sonunda krizlere neden oldular. 1994'te Türkiye, Meksika ve Latin Amerika'yı domino etkisiyle vuran kriz risklerin büyüklüğüne iyi bir örnek oldu. Asya Kaplanları dahi kendileriyle birlikte (1997-1999), Rusya'yı (1998), Türkiye'yi (2001), Arjantin'i derin krizlere sürükledi. Aynı darbeler, 2008 küresel krizinde tekrarlandı. GOÜ yaşadıkları finansal krizlerle birlikte sık sık devrilirken, borç batağına battılar, büyümeleri durakladı ve IMF kapısından ayrılmaz oldular. 2008 krizi ise bir dünya krizi olmuştu, ABD'de patladığında. Aynı süreçte, ABD ve AB 2007'de krize girdiğinde 2008 yılında ve 2009'da krize girmeyen GOÜ neredeyse kalmadı; sadece Çin ve Hindistan büyüme hızından 2-3 puan kaybettiler. Sermaye kaçışları tüm ülkeleri krize sürükledi (Kazgan, 2015).

GOÜ'ye finansal sermaye yatırımları 1987 öncesinde çok sınırlıyken 1990-1992 sonrasında artışa geçti. Bu dönem 23.4 milyar olan tutar 2005'te 121.8 milyar dolara ulaşmıştır. Bunun yaklaşık %45'i tahvil ve bonolara, %55'i hisse senetlerine aitti, zaman içinde hisse senetlerinin payı giderek artılıyordu. Tahvil ve bonoların büyükçe kısmı kamu borçlanmasından kaynaklanılıyordu; ancak Asya Krizi'nde (1997-1999) olduğu gibi, bazen de özel kesimle ilgili olabiliyor. Patlayan finansal sermaye yatırımları 1994'e kadarki sürede temelde 5 ülke üzerinde yoğunlaşıyordu: Yatırımların yaklaşık %65'i Arjantin, Brezilya, Meksika, Güney Kore ve Türkiye'ye gidiyordu. 1993'te %209 şeklinde inanılmaz derecede dolar getirisi ile en başta Türkiye yer alılıyordu. Listede diğer orta düzeyde sanayileşmiş olan devletlerde de getirinin düzeyi azımsanamayacak yükseklikteydi; 2007'de yine hazine bonolarının %47'ye varan dolar getirisiyle; 2001'de 8000 seviyelerine inen İMKB endeksinin 2006 sonunda 56.000 seviyelerine yaklaşmasıyla, Türkiye yine finansal piyasaların gözde ülkesi olmayı sürdürdü. Ancak 2008 küresel krizi Türkiye'yi vurduğunda, gelen sermaye geri kaçtı; çöküşe çözüm üretildi, kriz 2009 sonunda atlatıldı. Bu kez yerini,

yapısal bozukluklarla bağlantılı CİB açıklarına çözüm üretme sorununa bıraktı (Ahmed vd. 1993).

UNCTAD World Investment Report 2020’de Covid-19’un doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde ciddi düşüşler yaşanacağına etki edeceği öngörülmektedir. 2019 yılında gerçekleşen toplam doğrudan sermaye akımlarının hacmi yaklaşık olarak 1.54 trilyon dolar seviyesindeydi. 2020 yılında bu akımların tahmini olarak %40 kadar düşerek 2005 yılından günümüze kadar olan süreçte ilk defa 1 trilyon doların altına düşmesi ve 2021 yılında da %5 ile %10 arasında düşüş olması tahmin edilmektedir.

Doğrudan yapılan yatırımlar küresel finansal krizden sonra 2009 yılında en düşük seviyelerde görülmekteydi (1.2 trilyon dolar). Gelişen ekonomik durumlar ve siyasi ilerlemeler neticesinde 2019 yılında bu tutarın yaklaşık 300 milyar yukarısında bir akım gerçekleşti. Pandeminin neden olduğu gerilemeyi birkaç yıl düşecek olan negatif ve durgun büyüme takip ederek uzun vadeli bir düşüş trendine devam etmesi beklenmektedir. DYY’nin 2021’de beklenen seviyesi 2015’te gerçekleşen 2 trilyon doların yaklaşık %60 düşüşle 900 milyar dolardan daha az olacaktır.

2021 yılından sonraki DYY görünümü son derece belirsiz olmakla birlikte U şeklinde toparlanarak 2022 yılında tekrar yükselişe geçeceği beklenmektedir. Yapılan araştırmalar ve anketler sonucunda 2022 sonunda akımların 2019’daki seviyelere gelebileceği ortaya çıkmaktadır.

Tablo 2.5 de 2013-2019 arası gerçekleşen doğrudan yatırımları ve 2020 yılında olması beklenen tahmini tutarları göstermektedir. UNCTAD’ye göre tüm bölgelerde ve ülkelerde DYY’de ciddi düşüşler olması beklenmektedir. Gelişmiş ülkelerin 2019 yılına göre %25 ile %40 arasında bir düşüş yaşaması ve Avrupa bölgesinde bu oranın %30 ile %45 arasında düşmesi beklenmektedir. Bu oranlar dikkate alındığında AB’de yatırım ve ticaretin durması her ülkede şok etkisi yaratacaktır.

GOÜ’de ise Avrupa bölgesiyle paralel olarak DYY’nin %30 ile %45 arasında düşeceği ve gelişmiş ülkelere göre daha kırılgan bir yapıda olması öngörülmektedir. Böylece sistemik risklere daha çok maruz kalacaklardır. Uzun vadede GOÜ Covid-19 krizine daha kısa sürede yanıt vererek uluslararası üretimin yeniden canlanmasında önemli rol oynayacaklardır.

Tablo 2.5: 2013-2019 Arası Dünyada ve Bazı Bölgelerde DYY (milyar usd)

YIL	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 TAHMİN
DÜNYA	1.456	1.404	2.042	1.984	1.700	1.495	1.540	920-1.080
AMERİKA	456	422	668	645	460	446	461	190-240
ASYA	449	499	544	520	545	539	518	260-330
AVRUPA	438	366	741	721	605	388	473	240-300
GOÜ	656	677	730	652	701	699	685	380-480
GELİŞMİŞ ÜLKELER	717	670	1.274	1.265	950	761	800	480-600

Kaynak: UNCTAD

2.4.3 Finansal Türevler

Türev ürünler, finansal şekilde bir enstrümanın farklı varlıkların değerlerine göre değişen ürünlerdir. Bunlar emtia, hisse senedi, endeks, altın, faiz ve kur gibi birden fazla finansal varlık üzerinde olabilmektedir. Finansal sistem içerisinde ileriye dair alınan kararları güç hale getiren iki temel sorun belirsizlik ve oynaklıktır (volatilite). Finansal türevler başta riskten korunma (hedge) ya da belirsizlikle başa çıkmak için kullanılan temel araçlardır. Aynı zamanda daha çok spekülasyon amaçlı olarak yaygın bir şekilde kullanılmaktadır (Hull, 2000).

İlk finansal türev işlemleri 1944 senesinde oluşturulan Bretton Woods sisteminin 1971 senesinde çökmesi nedeni ile oluşturulmuştur. Bu süreçte ABD dolarına sabitlenmiş altın sisteminin bırakılmasına istinaden sabit kur sisteminin çökmesi ve bunun ardından oluşturulmuş olan dalgalı kur sistemi, tüm dünya ülkelerini kur riskine maruz bırakmıştır. Bu durum aynı zamanda gelecekteki döviz kuru dalgalanmalarına karşı savunma ihtiyacını da vurgulamaktadır. Yaşanan bu gelişmelerle 1972 senesinde “Chicago Merchantile Exchange” ilk defa döviz üzerinden olan vadeli işlem (futures) anlaşmasına başlamıştır. Bundan sonra 1973 senesinde Chicago Board of Trade bünyesinde belirlenmiş olan hisse senetlerinin üzerine organize opsiyon (Chicago Board of Options Exchange) sözleşmelere başlanmıştır (Balvinder, 1995).

Finansal türevler üzerinden spekülasyon hareketlerle ciddi derecede servet sahiplerinin sayısı artmaktadır. Örnek vermek gerekirse, 1993 yaz döneminde Batı Avrupa paralarının üzerinde büyük spekülatif hareketler ile George Soros (Macar kökenli olan ABD’li), uluslararası alanda bulunan yayınların dedikodularına göre

yaklaşık 1 milyar dolar elde etmiştir. Avrupa Para Sistemi ise Avrupa paralarında yaşanan devalüasyonlarla neredeyse çökmüştü. 1997 ‘de Tayland’ı krize götüren baht (Tayland para birimi) aleyhine spekülasyon hareketler sergileyerek ülkenin krize girmesine sebep olmuştur.

Amerika’da faaliyetlerde bulunan 25 bankanın türev ürünleri kullanımı Tablo 2.6 da gösterilmektedir. Buna göre, bu ticari bankaların toplam türev tutarı, toplam aktiflerinden fazladır. Bu durum bankaların riskini artırıyor. Örneğin JP Morgan, bu bankalar arasında en yüksek ve en riskli türev pozisyonuna sahip bankadır. JP Morgan’ın en büyük şekilde ikinci pozisyona sahip olan Bank of Amerika’nın iki katından daha çok türev pozisyonu bulunmaktadır. Buna göre, JP Morgan’ın Amerika Birleşik Devletleri’ndeki tüm türev işlemlerinin yarısından fazlasını kontrol ettiğini söyleyebiliriz. Türev ürünlerle ilişkili yüksek kâr, daha fazla türev işlemine yol açmaktadır. Sonuç olarak, birçok banka odak noktasını spekülatif işlemlerden asıl hedef olan hayatta kalma ve kuruluşa kaydırmıştır. Sonuç olarak, başta bankalar ve reel sektör şirketleri olmak üzere pek çok finans kuruluşunun mali yapısı, sermaye daralmasından ziyade ana faaliyetlerinden uzaklaşmıştır (Kayahan, 2009).

Tablo 2.6: 30 Haziran 2008’de Amerika’daki 25 Ticari Bankanın Türev Ürün Pozisyonu (milyon USD)

RANK	BANK NAME	STATE	TOTAL ASSETS	TOTAL DERIVATIVES	TOTAL FUTURES (EXCH TR)	TOTAL OPTIONS (EXCH TR)	TOTAL FORWARDS (OTC)	TOTAL SWAPS (OTC)	TOTAL OPTIONS (OTC)	TOTAL DERIVATIVES (OTC)
1	JPMORGAN CHASE BANK NA	OH	\$1,378,468	\$91,287,215	\$1,324,845	\$2,577,403	\$8,177,168	\$58,955,659	\$12,401,876	\$7,850,264
2	BANK OF AMERICA NA	NC	1,327,429	39,671,792	1,934,850	690,507	3,833,388	26,777,854	3,724,655	2,710,538
3	CITIBANK NATIONAL ASSN	NV	1,228,445	37,132,353	264,052	364,061	4,655,682	21,462,142	7,176,738	3,209,678
4	WACHOVIA BANK NATIONAL ASSN	NC	670,639	4,447,446	227,045	141,116	162,932	2,982,131	548,606	385,616
5	HSBC BANK USA NATIONAL ASSN	DE	177,466	4,063,104	76,396	67,438	440,213	1,955,046	283,785	1,240,227
6	WELLS FARGO BANK NA	SD	503,327	1,515,920	275,709	16,466	470,655	563,095	187,757	2,238
7	BANK OF NEW YORK	NY	130,062	1,049,529	36,416	13,469	278,978	354,211	364,778	1,677
8	STATE STREET BANK&TRUST CO	MA	138,859	837,209	1,215	498	758,977	19,815	56,467	238
9	SUNTRUST BANK	GA	171,501	268,822	53,951	30,246	15,649	130,387	35,485	3,104
10	PNC BANK NATIONAL ASSN	PA	128,348	210,693	25,241	13,200	6,573	132,303	28,025	5,352
11	NORTHERN TRUST CO	IL	65,200	184,177	0	0	172,357	11,007	559	254
12	MELLON BANK NATIONAL ASSN	PA	39,476	183,003	0	0	151,648	29,659	1,695	0
13	KEYBANK NATIONAL ASSN	OH	98,048	136,697	22,261	0	13,580	84,291	7,852	8,714
14	NATIONAL CITY BANK	OH	151,165	110,748	9,058	250	12,944	42,859	43,230	2,408
15	U S BANK NATIONAL ASSN	OH	242,308	87,448	945	5,000	21,011	49,943	8,379	2,170
16	REGIONS BANK	AL	139,354	80,155	13,591	4,000	1,238	59,364	1,678	283
17	BRANCH BANKING&TRUST CO	NC	132,884	63,524	4,296	0	7,852	43,764	7,560	52
18	MERRILL LYNCH BANK USA	UT	58,042	59,567	34,125	294	749	15,253	0	9,146
19	RBS CITIZENS NATIONAL ASSN	RI	132,051	57,625	0	0	4,645	51,931	815	234
20	FIFTH THIRD BANK	OH	67,272	55,976	37	0	6,526	37,618	11,483	313
21	UNION BANK OF CALIFORNIA NA	CA	60,228	35,486	786	0	3,927	19,177	11,596	0
22	LASALLE BANK NATIONAL ASSN	IL	68,379	34,601	0	0	4	24,271	8,506	1,820
23	UBS BANK USA	UT	27,316	34,160	0	0	0	34,160	0	0
24	DEUTSCHE BANK TR CO AMERICAS	NY	46,071	33,887	0	0	361	26,646	1,683	5,197
25	LEHMAN BROTHERS COML BK	UT	6,418	28,086	0	0	10,845	17,241	0	0

Kaynak: FED

2.4.4 Rezerv Varlıklar

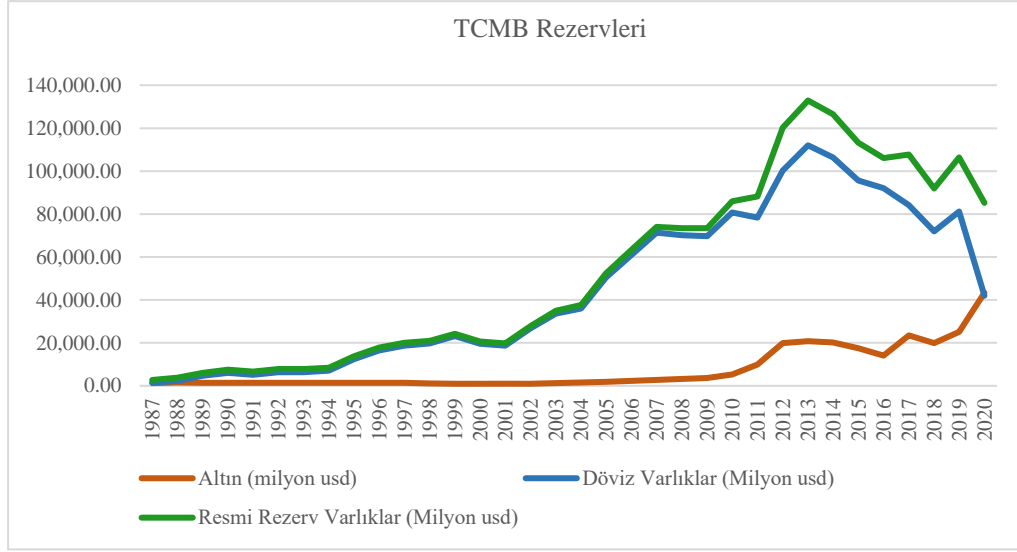
Sermayenin korunması ve gerekli şekilde likiditenin sağlanması kısıtları altında kabul edilebilecek olan getirinin elde edilmesi amacıyla ülkeler rezerv yönetimine önem vermeye başlamışlardır. Bir ülkenin döviz rezervleri, dış ödeme yapmada güçlükler yaşanması durumunda para otoriteleri tarafından kontrol edilen nakit yabancı varlıklar olarak tanımlanabilir. Doğrudan bir finansman kaynağı olmanın yanı sıra döviz rezervleri, döviz kurundaki dalgalanmaları ve piyasa müdahalesi üzerindeki etkilerini dolaylı olarak düzenleyebilir ve kontrol edebilir.

Sabit kur rejiminden dalgalı kur rejimine geçişe rağmen, ülkelerin döviz rezervleri azalmamış, rezerv tutma eğilimi değişmemiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler, ekonomilerini iç ve dış şoklardan koruyarak, dış borcun geri ödenmesini kolaylaştırarak, uluslararası finans piyasalarına olan güveni artırarak ve dış kırılganlıkların iyileştirilmesine katkıda bulunarak borçlanma maliyetlerini düşürmek için döviz rezervlerini kullanmışlardır.

Döviz kuru rejiminin halen yürürlükte olduğu Türkiye'de, 1980 öncesi rejimin kullanımını sıkı döviz kontrollerine dayalı olarak sabit bir döviz kuru ile sabitlendi ve bu dönemde esas olarak kısa vadeli döviz rezervlerini karşılamak için kullanıldı. 1980'lerin başından bu yana, liberalizasyon ve para kontrollerinin kaldırılması, kuruluşların, bireylerin ve bankaların yabancı paraya sahip olmasına izin verilmiştir. Bu değişiklikler, ülkenin döviz rezervlerinde önemli tasarruflara yol açmış, bu da TCMB himayesinde kurulan piyasalar aracılığıyla iç ve dış finans piyasalarında güveni artırmaya yardımcı olmuştur (TCMB, 2018).

Grafik 2.5 de TCMB rezerv varlıklarının yıllar itibariyle dağılımı bulunmaktadır. Sermaye akımlarının tamamen serbestleştiği 1989 yılında merkez bankası döviz rezervleri yaklaşık 4 milyar dolar iken bu tutar 2013 yılında tarihin en yüksek seviyeleri olan yaklaşık 111 milyar dolara ulaşmıştır. Bir diğer dikkat çekici nokta ise 2008 finansal krizine kadar olan süreçte toplam varlıklar ve döviz varlıkları paralel olarak ilerlerken; küresel krizden sonra bu makas farkının açılarak altın rezervlerin artması geleceğe yönelik altın piyasasındaki önemi gözler önüne sermektedir.

Grafik 2.5: 1987-2020 Arası Türkiye Merkez Bankası Rezervleri



Kaynak: TCMB EVDS

2.5 Sermaye Akımlarını Etkileyen Faktörler

Yabancı sermaye yatırımları gitmiş oldukları devletlerin ekonomilerini farklı yönlerden etkilemektedir. Bu şekilde etkiler özellikle büyüme, verimlilik, tasarruflar ve yatırım, istihdam ve yönetim bilgisi başlıklarının altında toplanabilmektedir. Özellikle GOÜ, doğrudan yatırımları ekonomik açıdan kalkınmalarına önemli katkılar yapacak kaynaklar arasından birisi olarak kabul etmektedir. Bunun temel sebebi, GOÜ için en önemli sorunlardan birisinin sermaye birikiminin yetersiz oluşudur. Bu anlamda doğrudan yatırımlar, ev sahibi olan ülkelerin özellikle sermaye birikimlerine ve üretim kapasitelerine oldukça önemli katkılar sağlar (Seyidoğlu, 2003).

Ülkede enflasyon oranı, faiz oranları, döviz kuru ve döviz politikaları beklenen getiriyi etkileyebileceğinden portföy yatırımlarını da etkilemektedir. Bu yüzden yatırımcılar bu hususlara oldukça dikkat etmektedirler. Bunların yanı sıra ülkedeki finansal sorunlar, finansal istikrar durumu, belirsizlikler de portföy yatırımlarını etkileyen faktörlerdendir. Bir diğer etken de üretim şoklarıdır. Ülkede ortaya çıkan üretim şokları veya diğer şoklar hedeflenen tasarruf ve yatırım seviyesini değiştirerek, sıcak para hareketlerini etkileyebilmektedir.

Bu bilgiler ışığında Tablo 2.7' deki gibi sermaye akımlarını etkileyen faktörleri maddeler halinde sıralayabiliriz. DYY etkileyen faktörleri yatırımcılar ve yatırım

yapılan ülke açısından olmak üzere iki gruba ayırabiliriz. Portföy yatırımları beklenen getirinin daha kısa süreli olmasından dolayı daha çok anlık değişen faktörlerden etkilenmektedir.

Tablo 2.7: Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler

DYY Etkileyen Faktörler		Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler
Yatırımcılar Açısından	Yatırım Yapılan Ülke Açısından	
1- Hammadde Kaynakları	1- Politik Faktörler	1- Piyasa Kapitalizasyonu
2- Üretim Faktörlerinde Bütünleşme	2- Yatırım Ortamına İlişkin Faktörler	2- İşlem Hacmi
3- Aktarılamayan Bilgiler	3- Ekonomik Faktörler	3- Kote Şirket Sayısı ve Yeni İhraçlar
4- Şirket Unvanının ve Sırların Korunması	4- Piyasa Hacmi	4- Ortalama Şirket Büyüklüğü
5- İthalatçı Ülkenin Koyduğu Tarife ve Kotalardan Kaçınma	5- İşgücü Maliyeti	5-Sermaye Piyasalarının Ekonomideki Yeri
6- Yurtiçi Kısıtlamalar	6- Ticari Engeller	6- Yoğunlaşma
7- Müşteri İzleme	7- Büyüme Oranı	7- Dışa Açıklık
8- Ekonomik Fırsatların Çeşitlendirilmesi	8- Dış Ticaret Açığı	
9- Ucuz Yabancı Faktör	9- Döviz Kuru	
10- Taşıma Giderleri	10- Vergi Uygulamaları	
11- Yerel Piyasadaki Mevzuat		
12- Monopol (Tekel) Avantajı		

2.5.1 Yatırımcılar Açısından Etkileyen Faktörler

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının temelinde uluslararası şirketlerin kendi ülkeleri dışında ürünleri için yeni pazarlar araması yatar. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yatırımcılar açısından etkileri de bu pazar arayışının nedenlerindedir. İç piyasalarda rekabet artmışsa veya dış ülkelerde o mal ve hizmet için yeterli talep olmasına rağmen o mal veya hizmetin üreticisi hiç yok veya az ise ÇUŞ bu pazara girerler.

Yabancı yatırımcıları kendi ülkelerinin dışında bir ülkede yatırım yapmaya sürükleyen sebeplerden bir tanesi şirketin kendi ülkesinde elde edeceği kardan daha fazlasını diğer ülkelerde elde edebilecek olması ve bunun yanı sıra o ülkede yatırım

yaptıktan sonra karşılaşıacağı riskleri karşılayabilecek durumda olmasıdır. Bu nedenden dolayı yabancı yatırımcılar orta ve uzun vadede en az maliyetle en yüksek karı elde edebilecekleri ülkeleri tercih etmektedirler. Yatırımcılar bu koşulların sağlanması durumunda yeni bir koşul daha ararlar. O koşul ise yatırım yaptıkları ülkede kendilerini güvence altında hissettirecek şartların varlığıdır.

Maliyetler üretimde ucuz iş gücü kullanarak aşağı çekilebilir. Bu durum özellikle emek yoğun üretim yapılan sektörlerde geçerlidir. Yatırımcının faaliyette bulunduğu ülkede emeğin fiyat olarak fazla olması halinde firma yurtdışında daha ucuza işçi bulabileceği alanlara yönelmektedir. Buna en iyi örnek firmaların Çin, Güney Kore, Hong Kong, Tayvan, gibi Asya ülkelerine, gıda, ayakkabı, elektronik, gibi sektörlerle yönelik yapılan yatırımlardır. Çin'in serbest piyasa ekonomisine geçmesinin ardından Çin'e yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımları devasa boyutlara ulaşmasının en önemli sebebi budur.

2.5.1.1 Hammadde Kaynakları

Hammadde kaynakları dünyanın farklı bölgelerine farklı miktarlarda dağılmıştır. Hammadde kaynakları şirketler için üretimin temelini oluşturmaktadır. Bu sebepten dolayı hammadde şirketler için hayati önem taşımaktadır.

Üretim için gerekli olan hammadde kaynağı kendi ülkesinde bulunmayan şirketler bu hammaddeleri ithalat yolu ile karşılamak zorunda kalırlar. İthalat yolunu tercih eden şirketlerin karşısına ki önemli sorun çıkar. Bu sorunlardan biri ithalat yoluyla hammadde almaya giden şirketlerin karşısına gümrük kısıtlamaları, kotalar ve bunlar gibi problemler çıkabilmektedir. Diğer sorun ise ithalat yoluyla alınan hammaddeler şirketin kârını düşürebilmektedir. Şirketler ihtiyaçları olan hammaddeyi kendileri çıkartarak ve işleyerek daha yüksek kârlar elde edebilirler. Bu sebeplerden dolayı DYY yolunu tercih etmektedirler (Candemir, 2006).

Bunların dışında kendi ülkesinde üretim için gerekli hammaddeye sahip şirketler de olabilir. Fakat bazen bu hammaddeler kendi ülkelerinde diğer ülkelere göre daha pahalı olabilir. Bu durumda şirketler ithalat yolunu tercih edebilir. Bir diğer seçenek ise şirketlerini hammaddenin ucuz olduğu yere kurmaktır. Hammaddeler şirket giderlerinin önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Bu sebeple doğrudan yabancı yatırım yapacak olan şirket yatırım yapmayı düşündüğü ülkedeki hammadde kaynaklarını, bunların fiyatlarını ve bu hammaddelere ulaşımı dikkate alırlar.

2.5.1.2 Üretim Faktörlerinde Bütünleşme

İlk aşamalardan nihai olan ürünler aşamasına kadar faaliyetlerin tamamı ya da aynı aşamada bulunan üretim faaliyetlerinin bir tek yönetimin çatısı altında toplamının faydalı olduğu durumda üretim aşamasında bütünleşmelere gidilebilmektedir. Bunun sonucunda işletmeler farklı ülkelerde üretim faktörlerini birleştirerek maliyetlerini düşürebilir ve böylece kârlılıklarını artırabilirler (Göz, 2009).

2.5.1.3 Aktarılamayan Bilgiler

Firmalar yaptıkları AR-GE çalışmalarıyla ve uzmanlaşma yoluyla faaliyet gösterdikleri sektörde tecrübe gerektiren bir bilgi birikimi elde edebilirler. Firmalar elde ettikleri bu bilgi birikimi ve tecrübeleri ile sektördeki diğer firmalara karşı pazarlama, satış dağıtım, üretim teknolojisi ve yönetim gibi bazı üstünlükler elde ederler. Tabii bu üstünlükleri nasıl elde ettiklerini ve bu üstünlükleri sağlayan bilgi ve tecrübelerini, bilgilerini diğer firmaların öğrenmesini istemezler. Bu durumda şirketler doğrudan yabancı sermaye yatırımları yaparak teknik sınırlar üzerinde kontrol güçlerini korumak isterler.

2.5.1.4 Şirket Unvanının ve Sırların Korunması

Pazarda veya dünya genelinde önemli bir marka değeri yaratmış şirketler lisans anlaşması yapıp ürettikleri ürünün üretim hakkını başka şirketlere verdiklerinde şirketin marka değeri zarar görebilir. Çünkü üretim hakkını verdiği şirketin ürünü nasıl ürettiğini takip edemeyebilir. Şirketin marka değerinin zarar görmesi şirket kârlarında olumsuz etki yaratır. Bu durumda şirket marka değerini korumak için lisans anlaşması yapmak yerine doğrudan yabancı sermaye yatırımı yaparak ürünü yabancı pazarda kendisi üretebilir. Bunun yanı sıra lisans anlaşması yapması durumunda diğer şirket kendisi kadar tutucu olmayabilir (Görgün, 2004).

2.5.1.5 İthalatçı Ülkenin Koyduğu Tarife ve Kotalardan Kaçınma

Ülkeler bazen kendi iç piyasalarındaki yerli üreticilerini veya döviz rezervlerini korumak için ithalatı kısıtlayıcı önlemler alabilmektedir. Bu kısıtlamaları kota koyarak veya vergi yolu ile yapabilir. Böyle bir durumla karşı karşıya kalan ihracatçı şirket o ülkenin piyasalarından mahrum kalmamak için ihracat yolu ile giremediği ülkeye doğrudan yabancı yatırım yolu ile girmeyi denemektedir. Böylece ev sahibi ülke döviz rezervlerinin azalmasını engellemek için yanı sıra aksine ülkelere gelen doğrudan

yabancı sermaye yatırımı ile birlikte döviz rezervlerini arttırmış olmaktadır. Diğer taraftan bir de doğrudan yabancı sermayenin, ülkeye kazandıracığı faydalardan yararlanma fırsatını elde etmiş olmaktadır. Yatırımcı şirket de ithalat engellerini farklı yolla aşmış piyasadaki konumunu korumuş olmaktadır (Özkan, 2018).

2.5.1.6 Yurtiçi Kısıtlamalar

Bazı ülkeler birçok alanda kısıtlamalar uygulamakta ve ülke çapında ciddi yasaklar getirebilmektedir. Özellikle yabancı sermayeye gelişmemiş ve GOÜ göre kısmen daha az ihtiyaç duyan gelişmiş ülkelerde şirket denetimleri daha çok ve daha sıkı durumdadır. Örneğin fabrikaların havayı, denizleri, dereleri kirletmemeleri için şirketlere ciddi yasaklar getirebilmektedir. Bu sebeplerden dolayı şirketler çevre sınırlamalarının yüksek olduğu ülkelerin yatırımcıları bu standartların daha düşük olduğu ve kısıtlamaların daha az olduğu ülkelerde üretim faaliyetlerine devam etmeyi tercih edebilirler. Aynı şekilde finansal kısıtlamaların yoğun olduğu ülkelere daha az olduğu ülkelere de doğrudan yabancı sermaye yatırımları yapabilmektedir.

2.5.1.7 Müşteri İzleme

Bazı sektörlerdeki şirketlerin müşterilerini izlemeleri ve onların ihtiyaçlarını karşılamaları gerekmektedir. Bu şirketlerin müşterilerinin başka bir ülkede yatırım yapmaları durumunda onların ihtiyaçlarını karşılamak için o ülkelerde şube açarlar. Bu şirketlere en iyi örnek bankalar, danışmanlık şirketleri ve menkul kıymet aracı şirketleri gösterilebilir.

2.5.1.8 Ekonomik Fırsatların Çeşitlendirilmesi

Bazen öngörülemeyen zamanlarda yerel ya da küresel anlamda bazı ekonomik sıkıntılar ve krizler meydana gelebilmektedir. Şirketler bu sıkıntı veya krizlerden kurtulmak için çeşitli ülkelerde veya piyasalarda üretim, reklam ve pazarlamalarını çeşitlendirme yoluna gidebilmekte ve bu yolla krizlerden olabildiğince en az zararla çıkmaya çalışmaktadırlar. Her ülke veya piyasa iktisadi kriz veya sıkıntılardan farklı ölçüde etkilenirler. Şirketler bu davranışları ile bu dönemlerden daha kolay kurtulmalarına olanak sağlamış olur (Harmancı, 2004).

2.5.1.9 Ucuz Yabancı Faktör

Maliyetler şirketlerin rekabet gücünden yatırım kararlarına kadar birçok unsuru etkileyen en önemli faktörlerden birisidir. Özellikle üretim şirketlerinde işçi ve

hammadde ücretleri şirketin toplam maliyetlerinin çok büyük bir kısmını kapsamaktadır. İşçi ve hammadde ücretleri birçok ülkede farklılık göstermektedir. Firmalar maliyetlerini en düşük seviyeye indirerek en uygun derecede kazanç elde edebileceği ülkelere yatırım yapmak isterler. Eğer kendi ülkelerinde maliyetleri yüksek ise bu durumda yatırım için yeni pazarlar aramak zorunda kalacaklardır. Fakat bu her zaman kolay olmamaktadır. Bazı ülkelerde işçi ücretleri oldukça düşük seviyede iken bazı ülkelerde ise şirketin ihtiyaç duyduğu hammadde kaynakları daha düşük seviyede olabilir. İş gücü maliyetlerinin düşük olduğu duruma en iyi örnek Çin'dir. Eğer aynı şartlar hammadde kaynakları için de geçerli olsaydı firmaların karar vermesi çok kolay olacak ve yatırımlarda Çin'i tercih edeceklerdi. Fakat örneğin şirketin ihtiyaç duyduğu hammadde fiyatları Çin'de yüksek iken İngiltere'de daha düşük ise şirket bu şartlarda yatırımı hangi ülkeye yapmalıdır? Bu durumda firmalar toplam maliyetler içinde iş gücünün mü hammaddenin mi daha fazla paya sahip olacağı araştırmasını yaparak ona göre karar verecektir. Tabi böyle durumlarda şirketler çok daha profesyonel, teknik ve detaylı çalışmalar yaparak karar vermektedir. Pazara yakınlık, ülkedeki kısıtlamalar, teşvikler, talep yoğunluğu, istikrar vb. birçok alanda analizler yaparak kararlarını verirler.

2.5.1.10 Taşıma Giderleri

Maliyetler konusunda bir diğer önemli konu da taşıma giderleridir. Üretilen malların pazarlama, satış ve dağıtım sürecinde taşıma maliyetlerinin hammadde veya ara malların taşıma maliyetlerinden daha yüksek olması durumunda firmalar farklı ülkelerde şube açarak ürettikleri ürünlerin nihai halini o ülke piyasalarında pazarlama ve dağıtım yoluna gitmeyi tercih edebilir. Bu şekilde taşıma maliyetlerini düşürebilmektedir.

2.5.1.11 Yerel Piyasadaki Mevzuat

Bazı ülkelerde vergi oranları oldukça yüksek olabildiği gibi bazen de sektörel olarak daha yüksek olabilmektedir. Böyle bir durumda firmalar vergi oranlarının daha düşük olduğu ülkelerde kendilerine yatırım fırsatı ararlar. Vergi oranlarının haricinde bazen ekonomi politikaları kötü olabilmekte veya bürokratik engeller çok olabilmektedir. Bazı ülkeler ise doğrudan yabancı yatırımları çekebilmek için özellikle yatırıma ihtiyaç duyulan sektörlerde vergi oranlarını düşürmekte, teşvikler çıkarmakta

ve bürokratik engelleri olabildiğince azaltmaktadır. Böyle durumlarda firmalar yatırım yaparken bu durumları göz önünde bulundurmaktadırlar.

2.5.1.12 Monopol (Tekel) Avantajı

ÇUŞ' lar sahip oldukları son teknoloji üretim teknikleri ve pazarlama stratejileri sayesinde piyasada tekel konumuna gelebilmektedir. Bu tekel güçlerini ise yüksek fiyat politikasıyla yüksek kar elde etmek için kullanabilmektedir. Şirketler bu yüksek kar oranlarını kendilerine tekel konumu sağlayacak bütün piyasalarda sağlamak isterler. Bu nedenle kendilerine tekel konumu sağlayacak ülkelere doğrudan yabancı yatırım yolu ile girmeye çalışırlar.

2.5.2 Yatırım Yapılan Ülke Açısından Etkileyen Faktörler

Şirketler doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında kendi menfaatlerini etkileyen faktörleri göz önünde bulundurduğu gibi diğer taraftan da yatırım yapacakları ülkeler açısından da bazı koşulları aramaktadırlar. Bu faktörler ülkeden ülkeye değişmekte olup ülkenin iç piyasa hacminden, politik kararlardan ve kırılganlıklarından da etkilenmektedir.

2.5.2.1 Politik Faktörler

Siyasal faktörler doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını ülkeye çekmekte büyük öneme sahiptir. Özellikle GOÜ incelendiğinde yabancı yatırımları çekmeyi başaran ülkelerin ortak özellikleri siyasal ve ekonomik istikrara sahip olmasıdır. Burada siyasal istikrardan kasıt sürekli olarak aynı hükümetin iktidarda kalması değildir. Aynı partinin iktidarda bulunduğu dönemlerde ekonomi politikalarında istikrarsızlık, hükümetin sık sık değiştiği ülkelerde ise ekonomik istikrarın sağlandığı görülmektedir. Örneğin gelişmiş ülkelerde genellikle devlet politikaları olur ve hükümet devletin politikalarını yürütmeye gayret gösterir. Sadece bu politikaları yürütürken farklı yöntemler izleyebilirler. İşte burada bir istikrardan söz edilebilir. Aksine bazen de iktidarda aynı siyasi parti olduğu halde dönem politikalarında değişikliklere gidilebilmektedir. Burada aynı siyasi parti iktidarda kalmasına rağmen bir istikrardan söz etmek mümkün değildir.

2.5.2.2 Yatırım Ortamına İlişkin Faktörler

Başka bir ülkede yatırım yapma kararı alan firmalar yatırım yapmadan önce detaylı bir pazar araştırması yaparlar. Pazarda ürünlere talep olup olmadığı, piyasanın

genel arz - talep koşulları ve bunları etkileyen faktörlerin neler olduğunu araştırırlar. Ülkenin teşvik politikalarını, devletin yabancı sermaye karşısındaki tutumunu, ekonomik ve politik istikrar seviyesini, vergi politikaları vb. gibi birçok konu hakkında detaylı incelemelerde bulunurlar. Yatırımcılar bu incelemelerde bulunup kendilerine yatırım yapacakları ülke ararken; ülkeler de diğer yandan bu yabancı yatırımları ülkelerine çekmek için girişimlerde bulunurlar. Bunun için vergi indirimleri, finansal piyasalarda krediye erişim kolaylığı, fabrika için yer temini vb. birçok konuda doğrudan yabancı sermayeyi çekmek için çaba harcarlar.

Bunlara rağmen bazı ülkeler yatırımları ülkelerine çekmekte zorlanırlar. Hatta bazı ülkeler yabancı yatırımları çekemediği gibi kendi ülkelerindeki yerli sermayeyi de koruyamamaktadır. Özellikle demokrasi kültürünün gelişmediği, hukuk sisteminin olmadığı az gelişmiş ülkelerde görülen bu durum GOÜ daha az görülmektedir. Hükümetler piyasalarda serbestliği ne kadar çok sağlarsa, piyasalara ne kadar çok güven verirse, gerekli olan teşvikleri ne kadar çok yaygınlaştırırsa doğrudan yabancı sermaye yatırımları da aynı doğrultuda hareket eder.

2.5.2.3 Ekonomik Faktörler

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkileyen en önemli faktör ülkedeki ekonomik faktörlerdir. Ülkeler yabancı sermayeyi ülkelerine çekmek istiyorsa ekonomik koşullarının güvenilirliğini sağlamak zorundadır. Çünkü ÇUŞ'lar yatırım yapmadan önce ülkenin ekonomik koşullarını detaylı bir şekilde analiz ederler. Ülke ekonomisindeki pazar koşullarını, iş gücü maliyetlerini, talep miktarını, hammadde kaynaklarını, finansal piyasadaki dalgalanmaları, ekonomik istikrarın durumunu, piyasaya giriş çıkış kolaylığı gibi birçok etkenler üzerine araştırma yaparlar. Bu faktörler ek olarak piyasa büyüklüğü, döviz kurları, ekonomik büyüme oranı, devletin vergi politikası, serbest ticaret ve ticari engeller de eklenebilir. Güney Kore bu duruma en iyi örnek verilebilecek bir ülkedir. Getirilen reformlarla uluslararası yatırımcıların bu ülke piyasasına güveni artarken önemli yabancı sermaye akımları da direkt Güney Kore'yi tercih etmişlerdir (Gövdere, 2003).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının bir ülkeye girmesi için en önemli faktör ülkedeki talep durumudur. Eğer ülkede o ürüne hiç talep yoksa veya talep yaratılmama durumu olacaksa diğer koşulların bir önemi kalmamaktadır. Buradaki talep şartından kasıt talep fazlasının olması değil o ürün çeşidinin talep ediliyor

olmasıdır. Eğer ki talep fazlası varsa bu yatırımcılar için istenilen ve aranan bir durumdur. Fakat yatırım yapmak için sadece talep olması da bazen tek başına yeten bir durum olmaktadır. Örneğin dünya çapında tanınmış bir marka yeni bir ülkeye girmeye karar verdiğinde göz önünde bulunduracağı ilk koşul talep olup olmadığıdır. Fakat yeterli talep olması şirketin o ülkeye yatırım yapacağı anlamına da gelmez. Bunların dışında ihracat hacminin de doğrudan yabancı sermayeyi çekmede önemli yeri vardır. Yapılan incelemelerde ihracat hacmi büyük olan ve talep durumu olan ülkelerin doğrudan yabancı sermayeyi çekmede başarılı olduğu saptanmıştır.

2.5.2.4 Piyasa Hacmi

Piyasadaki talep doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını direkt etkilemektedir. Piyasa büyüklüğünün o ülkeye girecek doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile doğrudan ilişkisi vardır. Diğer şartların aynı olduğu koşullarda yatırımcılar her zaman piyasanın daha büyük olduğu ülkeleri tercih ederler. Piyasa büyüklüğü fazla olan ülkelerde pazar kapasitesi daha geniş, satışların hacmi daha büyük olur. Bu sebeplerden dolayı başka ülkeye doğrudan yatırım kanalıyla girmeyi amaçlayan şirketler yatırım araştırmalarında o ülkenin piyasa genişliğini ve satış hacmini detaylı bir şekilde analiz edip sonrasında karar verirler.

2.5.2.5 İşgücü Maliyeti

İşgücü maliyetleri şirketlerin toplam maliyetleri içinde hizmet sektörü hariç diğer sektörlerde hammadde maliyetlerinden sonra ikinci sırada yer alır. Toplam maliyetler içerisindeki payı yaklaşık olarak %10-%20 bandındadır. Hizmet sektöründe bu oran %30' un üzerine kadar çıkabilmektedir. İşgücü maliyetleri doğrudan yabancı sermaye yatırım kararında büyük önem arz etmektedir. Büyük şirketlerin işgücü maliyetlerin çok düşük olmasından dolayı fabrikalarını Çin'e taşıdığı görülmektedir. Bunun dışında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında üst düzey yönetici ücretlerinin gelişmiş ülkelerde artması iyi eğitilmiş, donanımlı insanların GOÜ doğru kaymasına neden olmaktadır (Aykol vd. 2006).

2.5.2.6 Ticari Engeller

Bazı ticari engeller doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında artışa neden olabilir. Çünkü ticari engeller ÇUŞ'un yabancı bir ülkeye ihracat yolu ile girmesine engel olabilir. Örneğin bir ülke ithalat rakamlarının ihracat rakamlarından büyük

olması nedeni ile oluşan dış ticaret açığını engellemek amacıyla ithalata bir takım sınırlamalar getirebilir. Böyle bir durumda bu ülkeye ihracat yolu ile giremeyen yatırımcılar ülkeye girmek için doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını tercih edebilirler. Ticari engeller sadece ithalat kısıtlaması şeklinde olmayabilir. Bazen de ülke içinde rekabeti artırmak, üretim kısıtlaması amacıyla taban ve tavan fiyat uygulaması yapılabilir. Böyle durumlarda da yabancı yatırımcı o ülkeye yatırım yaparken bunları da göz önünde bulunduracaktır.

2.5.2.7 Büyüme Oranı

Büyüme oranlarındaki artış süreklilik gösteren ülkelerin piyasalarında tüketim olanaklarının da buna bağlı olarak artması yatırımcılar için cazip bir unsurdur. Büyüme oranlarında gerçekleşecek olan artışlar yatırımcılara güven ve gelecek içinde yüksek kar elde etme fırsatı sunacaktır. Çin'in sürekli yüksek oranlarda büyüme kaydetmesi yabancı yatırımcılar için arzulanan bir durumdur. Bu nedenle son yıllarda yapılan yabancı yatırımlarda Çin öncelikli ülke konumundadır.

2.5.2.8 Dış Ticaret Açığı

Dış ticaret açığı bir ülkedeki ithalat oranının ihracat oranından fazla olması durumunda ortaya çıkan farka denir. Örneğin yurt dışından 150 milyon Tl değerinde mal ve hizmet ithal eden bir ülke yurtdışına 100 milyon Tl değerinde mal ve hizmet satışı yapmış ise 50 milyon Tl dış ticaret açığı var demektir. Dış ticaret fazlasında ise tam tersi durum geçerlidir. Yani ihracatın ithalattan fazla olması durumunu ifade eder. Bir ülkede dış ticaret fazlası var ise bu durum yatırımcıları cezbetmektedir. Fakat burada yabancı yatırımcıyı çeken o ülkede ihracatın fazla olması değil; ülkedeki ekonomik yapının sağlam temeller üzerinde olmasıdır. Dış ticaret açığının çok büyük olduğu ve bu açığın sürekli arttığı ülkeler yabancı yatırımcılar açısından büyük tehlike sebebi olmaktadır.

2.5.2.9 Döviz Kuru

Yabancı yatırımcılar açısından önemli bir etken de döviz kuru için en önemli teorilerden biri "parasal alanlar teorisi" dir. Bu teoriye göre bir ülkenin parasının değeri o ülkeye yapılacak olan yabancı yatırımı belirleyen etkenlerden bir tanesidir. Bu teoriye göre bir ülkenin parasının değeri diğer ülkelerin paralarının değeri karşısında ne kadar zayıf ise o ülkeye gelecek yabancı yatırım da o derece zayıf

olacaktır. Diğer bir söylemle bir ülkenin parasının değeri ile o ülkeye gelecek doğrudan yabancı sermaye arasında doğru orantılı ilişki söz konusudur (Göz, 2009).

Bunun dışında ülkedeki döviz kuru oynaklığı da doğrudan yabancı yatırımlarda dikkate alınan konulardan birisidir. Kur oynaklığı yabancı yatırımcılar için risk anlamına gelmektedir. Bu risk, eğer yabancı yatırımcı ürünlerini sadece yatırım yaptığı ülkenin iç piyasalarında satacaksa daha az olurken, eğer yatırım yaptığı ülkeden başka ülkelere ihraç edecekse daha yüksek olmaktadır.

2.5.2.10 Vergi Uygulamaları

Bir ülkenin vergi politikası o ülkeye gelecek doğrudan yabancı yatırımları etkileyen önemli faktörlerin başında gelmektedir. Yabancı yatırımcılar daha çok kendisinden çıkacak olan toplam vergi oranı ile ilgilenir de tek ilgilendiği konu vergi politikası değildir. Bununla birlikte vergi politikalarındaki değişiklik, vergi işlemlerinde bürokratik süreçler, vergi indirimleri, vergi iadelerinin zamanında yapılıp yapılmaması gibi diğer vergi konuları ile de yakından ilgilenmektedirler.

2.5.3 Portföy Yatırımlarını Etkileyen Faktörler

Portföy yatırımlarının, yatırımdan beklenen getiri ve risk düzeyi dışında başka etkileyicileri de vardır. Bunlar ekonominin genel istikrarı, faiz oranlarındaki istikrar, döviz kurlarındaki istikrar, finansal piyasalardaki istikrar, merkez bankasında tutulan yabancı rezervlerin düzeyi, finansal araçların likiditesi, faiz oranları olarak sayılabilir.

2.5.3.1 Piyasa Kapitalizasyonu

Bir şirketin işlem gören hisse senetlerinin borsadaki fiyatının, hisse senedi sayısı ile çarpılması sonucunda bulunan değerdir. Örneğin bir şirketin hisse senedinin borsadaki fiyatı 20 TL, bu şirketin piyasada 10 milyon adet hisse senedi var ise bu şirketin piyasa kapitalizasyonu 200 milyon TL dir. Piyasa kapitalizasyonu şirketin değer ve büyüklük ölçüsüdür. Bu sebeple bir şirketin piyasa kapitalizasyonu ne kadar büyük ise şirketin güvenilirliği de o kadar büyük olacaktır. Bu durumda portföy yatırımcıları bu şirketleri tercih edeceklerdir. Diğer yandan şirketin kapitalizasyonun büyük olması o şirketin mali yapısının çok güçlü ve sağlam olduğu anlamına gelmemelidir. Çünkü şirketin hisse senedi fiyatı piyasada olduğundan yüksek fiyatlanarak şişirilmiş olabilir.

2.5.3.2 İşlem Hacmi

Belli bir süre zarfında belli bir piyasada el değiştiren hisse senetlerinin toplam değerinin belli bir para birimi cinsinden veya miktar olarak ifade edilmesi işlem hacmi olarak adlandırılır. İşlem hacmi ne kadar büyük olursa bu piyasa için o kadar iyidir. İşlem hacmi bir piyasadaki likiditeyi ve buna paralel olarak piyasadaki derinliği ölçmek için etkili bir veridir. Bu veri oldukça önemli olmakla birlikte o piyasanın gelişmişlik derecesini ölçmekte tek başına yeterli bir kriter değildir. Tayvan'ın işlem hacmi 1999 ve 2000 yıllarında birçok gelişmiş ülkeleri geride bırakmıştır. İşlem hacmini yatırımcılara uygulanan yasal kısıtlamalar, vergi düzenlemeleri, komisyon oranları ve kanuni düzenlemeler gibi birçok geçici faktör etkilemektedir (IFC, 2000).

2.5.3.3 Kote Şirket Sayısı ve Yeni İhraçlar

Piyasaya kote şirket sayısı, birikimlerin önemli bir kısmının sermaye piyasaları kanalıyla nasıl finanse edildiğinin önemli bir göstergesidir. Yeni ihracat rakamlarının büyüklüğü, finansal piyasalar aracılığıyla sermaye arayan şirketler için mevduat transfer sürecinin genişlemesini ve sürekliliğini göstermesi açısından önemlidir. Piyasaya kote şirket sayısının çok olması o piyasanın gelişmişlik düzeyinin yüksek olduğu anlamına gelmemektedir. Finansal piyasaları yeterince gelişmemiş olan ülkeler kote şirket sayısını artırmak için bir takım teşvikler sunmaktadır. Bu durumlar da portföy yatırımcılarını cezbederek ülkeye çekmektedir.

2.5.3.4 Ortalama Şirket Büyüklüğü

Bir şirketin ortalama büyüklüğü, piyasaya kote olmuş şirket sayısı kriteri ile birlikte değerlendirilmektedir. Ortalama şirket büyüklüğü, toplam piyasa değerinin kote olmuş şirket sayısına bölünmesi ile elde edilir. Bu oran zaman zaman gelişmiş ülkelerde daha yüksek seviyelerde olduğundan dolayı portföy yatırımcıları yatırım kararı verirken daha çok bu ülkelere yönelmektedir.

2.5.3.5 Sermaye Piyasalarının Ekonomideki Yeri

Sermaye piyasalarının ekonomideki rolü ve önemi, menkul kıymetlere yatırım yaparak ekonomiye fayda sağlayamayan küçük mevduatları büyük yatırımlara dönüştürmektir. Ülkedeki tasarruflar bir araya getirilemez ise ülkede tasarruf açığı ortaya çıkar ve bu durum yatırımcılar için istenmeyen bir koşuldur. Para ve sermaye piyasaları bu tasarrufların bir araya getirilmesi ile ülkedeki tasarruf açığını kapatmayı

amaçlar. Sermaye piyasalarının bireyler açısından önemi ise sadece bir gelir sağlayan yere yatırılmayacak kadar hacimsiz fonların verimli ve kazançlı yerlere yatırılmasında ve sahiplerine artı bir gelir getirmesine imkân sağlamaktadır. Hisse senedi piyasalarının ülke ekonomisi içerisindeki konumunu ve önemini sergileyen ölçümler İşlem Hacmi/GSMH, Yeni İhraç Miktarı/Toplam Sabit Sermaye Yatırımları, Piyasa Kapitalizasyonu/GSMH biçiminde özetlenebilir (Özkan, 2018).

2.5.3.6 Yoğunlaşma

Piyasa yoğunlaşması, bir ülkede faaliyette bulunan firmaların içinde buldukları rekabet şartlarını sergilemek açısından oldukça önemlidir. Yüksek derecede merkezileşmiş ülkeler, az sayıda fiyatlandırma firmasının, genellikle büyük firmaların, mükemmel rekabet piyasalarına kıyasla tekel güçlerini kullanarak yüksek karlar elde edebildiği piyasalardır. Ancak, yüksek pazar konsantrasyonu her zaman daha az rekabet anlamına gelmemektedir. Örneğin, şirketler yeniliğe geçiş yaptıklarında, şirketlerin pazar hakimiyeti geçici olabilir. Geçmiş zamanlarda oyun konsolu piyasasının söz sahibi olan Nintendo, Sega ve Atari gibi şirketler günümüzde konumunu Sony ve Microsoft'a bırakmıştır. Nitekim Sony'nin 2016 yılında pazar payı yaklaşık 20 milyar \$ ile piyasanın %57'sine karşılık gelmiştir (Hazar vd. 2017).

2.5.3.7 Dışa Açıklık

Dışa açıklık bir piyasanın gelişmişlik düzeyini ölçmede kullanılan önemli göstergelerden bir tanesidir. Dışa açıklık ile kast edilen söz konusu piyasadan yurtdışı finansal piyasalarına, yurtdışı finansal piyasalardan ise yurt içi piyasalara sermaye hareketlerinin serbestliğidir. Başka ülkeler ile yapılan sermaye hareketlerinde serbestlik derecesinin yanı sıra söz konusu sermaye hareketlerindeki maliyetlerde dışa açıklık derecesinin ölçümü de önemli bir etkidir. Portföy yatırımcıları serbestçe fon giriş çıkışı yapabilecekleri ülkeleri daha çok tercih etmektedirler.

2.6 Sermaye Akımlarının Etkileri

Küreselleşme öncesindeki dönemde yabancı olan sermayeler ön planda olmazken, küreselleşmenin getirmiş olduğu ekonomi ve ticaret alanındaki serbestleşme ile sermayelerin serbest dolaşımında artış ve tüketim yapanların

alışkanlıklarının bir birine benzemesi şeklinde ortaya çıkan faktörler özellikle yabancı sermayeye duyulmakta olan ilgiyi arttırmıştır. Ayrıca, sektörler ve işletmeler arasında endüstriyel faaliyet hızla gelişti ve sınır ötesi şirketler arası ortak işler yabancı yatırımı artırdı. Bu gelişmelerle birlikte, gelişmiş ülkeler rekabet güçlerini artırmak için daha ucuz emek gücü, daha ucuz hammadde ve daha makul düzenlemeler arayışlarına girmişlerdir. Gelişmekte olan ülkeler ise ekonomik ve teknolojik kayıpları azaltmak, üretimi artırmak ve işsizliği gidermek için gelişmiş ülke standartlarını takip ederek yabancı yatırım çekmeyi amaçlamaktadır (Oksay, 1998).

2.6.1 Sermaye Akımlarının Olumlu Etkileri

Sermaye akımlarının artış göstermesinin hem yatırımcılar, hem girdikleri ülkeler hem de ana ülkeler açısından somut bir takım faydaları vardır. Sermaye akımları, yatırımcılara riski dağıtma ve getirilerini artırma imkânı sunarken; girdiği ekonomilere de yatırımları finanse etmeleri, ekonomik büyümelerini gerçekleştirmeleri ve yerel halkın tüketimlerini artırmaları için fon sağlamaktadır.

2.6.1.1 Sermaye Akımlarının Ev Sahibi Ülkeler Açısından Olumlu Etkileri

Doğrudan sermaye yatırımlarının girdiği ekonomide büyük ve küçük düzeyde olumlu etkileri vardır. Küçük boyutta, doğrudan sermaye yatırımı veya ÇUŞ teknoloji transferi, işgücünün eğitimi ve pozitif etkinlik artışı biçiminde, yerel firmaların yönetim ve teknik etkinliğinin artmasına neden olabilmektedir. Daha büyük düzeyde ise, DYY gerek yerel yatırımlar, ekonomik büyüme, istihdam, ithalat-ihracat gibi reel değişkenleri gerekse faiz oranları, döviz kuru, enflasyon ve ödemeler dengesi gibi finansal araçların kalkınmasında olumlu etkiler yaratmaktadır.

Doğrudan yatırımı gerçekleştiren şirketler yatırım yaptıkları sanayi dalında mevcut üretim düzeyinin artmasına neden olur ve üretim akışında olumlu yönde değişimlere katkı sağlar. Piyasadaki paylarını doğrudan yatırım yapan yabancı şirketlere kaptırmak istemeyen veya onlar gibi piyasadan pay alarak karlarını daha fazla artırmak isteyen yerel işletmeler rekabete ayak uydurmak amacıyla üretimlerini artırır. Yerel şirketler eğer yabancı yatırımın getirdiği teknolojinin gerisindeyse bu durumda üretimlerini artırmak ve pazarda söz sahibi olmak için mevcut teknolojilerini değiştirmek zorunda kalacaklardır.

Yer altı kaynakları bakımından zengin olan fakat bunları çıkartabilecek teknolojiye erişememiş olan ülkeler, ÇUŞ'ların bu sanayi kolunu desteklemesiyle birlikte yer altı kaynaklarını işleyebilir. Fakat teknolojik olarak gelişmenin temeli Ar-Ge çalışmalarıdır. Ar-Ge araştırması ise çok pahalı bir yatırım gerektirdiği için sanayileşmiş ülkelerde daha çok gelişmiştir. Bu sebeple, yabancı sermaye yatırımı ile teknoloji ihtiyaçlarını karşılayanlar en çok GOÜ olur.

Bununla birlikte GOÜ teknoloji aktarımının bir diğer avantajı da, doğrudan yatırım yapan yabancı işletmelerle ortaklıkların yerel işletmelerin teknolojisini, bilgilerini ve deneyimlerini geliştirip güncelleyebilmesi, dış pazarlar için yeni ürünler yaratması ve diğer ülkelerle rekabet gücünü artırmasıdır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ev sahibi ülke bakımından diğer bir avantajı ise yeni iş imkânları ortaya çıkarmasıdır. Yabancı yatırımın istihdam fırsatları üzerindeki öncelikli etkisi, işsizliği olumlu yönde etkileyen bir süreç olan birleşme veya yeni tesislerin inşası sonucunda yerli işgücünün işe alınmasıdır. Diğer bir etki ise, tesiste yabancı yatırımla çalışmaya başlayacakların harcamalarının tüketici pazarının genişlemesine ve büyümesine katkı sağlayacak olmasıdır.

Toyota şirketi 1997 yılında Fransa'da bir fabrika kurma kararını paylaştığında, Fransa'da bu fabrikanın kurulması durumunda direkt olarak 2000 kişiye ve dolaylı olarak da yine 2000 kişiye iş imkânı sağlayacağı planlanmıştı. Fakat burada dikkat edilmesi gereken çok önemli bir şey var. Doğrudan yabancı yatırımın istihdam üzerindeki etkisi, birleşmelerden, satın almalardan ve ortak girişimlerden çok yeni bir işletme kuruluşunda daha etkili olmaktadır (Daniels vd. 2004).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının muazzam bir etkisi de ev sahibi ülkenin ödemeler dengesi üzerinde olmaktadır. Bir ülkenin ödemeler dengesi, diğer ülkelerle yapılan ödemeleri ve gelirleri kontrol eden bir hesaptır. Bu hesaplamanın bir diğer önemli yönü de ihracat ve ithalat dengesini belirleyen cari dengelerdir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları sayesinde artan üretim ülkenin ihracatını artıracaktır ki bu da ödemeler dengesine olumlu yansıtacaktır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının pazar rekabeti ve ekonomik kalkınma üzerinde de olumlu yönde etkisi vardır. Ülkeye yabancı sermaye yatırımı girmesi durumunda yurt dışından artı kaynak transfer edilir ve böylelikle piyasaların daha etkili, verimli çalışması sağlanır.

İktisat kuramına göre bir piyasadaki üreticiler arasındaki rekabet ne kadar adil ise piyasalar o kadar etkin çalışır. Örneğin, bir piyasaya doğrudan yabancı sermaye yatırımı sıfırdan işletme kurulması yolu ile girerse bu durumda o sanayi kolundaki firma sayısı artar. Bu artış piyasadaki rekabet ortamının artmasına ve nihayetinde bu da mal ve hizmet kalitesinin artmasına sebep olur. Sonuç olarak tüketicinin tatmin düzeyi artacaktır. Bu rekabet sadece mal ve hizmet kalitesini değil fiyat düşüşünü de beraberinde getirecektir. Bu ise tüketicinin refah düzeyinde artışa sebep olacaktır. Yani tüketicilerin reel gelirleri mal ve hizmet fiyatlarının düşüşü ile artacaktır.

Ucuz hammadde ve iş gücünün mevcudiyeti ile yabancı şirketler, yabancı yatırımın rekabet gücünün bir sonucu olarak ekipmanlarını yükseltmek ve üretim kalitesini artırmak için teknoloji, ekipman, eğitim, araştırma ve geliştirmeye yatırım yapabilme durumları ile sonuçlanabilmektedir. Bunların yanında Ar-Ge ve yeni teknoloji yatırımları şirketlerin aynı ürünü daha ucuza üretmeleri yani maliyetlerini azaltmasını sağlar. Bu da doğrudan tüketicinin refah ve tatmin düzeyini artıracaktır. Bu sürecin uzun vadeli sonucu, ülkenin ekonomik gücünün üretkenlik, ürün büyümesi ve yenilikçilik büyümesi yoluyla gelişmesidir.

Doğrudan yapılan yabancı sermaye yatırımının olumlu şekilde etkiler yaratmış olduğu diğer iki alan ise hizmet ve alt yapı sektörleridir. Bir ülkeye yatırım yapan yabancı şirketler ulaşım, telekomünikasyon, perakende, finans ve sigorta gibi ihtiyaç duydukları hizmetleri sağlayamazlar. Dolayısıyla bu gibi hizmetleri ancak buldukları ülkeden sağlamak zorundadırlar. Hizmetlere olan talep arttıkça hizmet sektörünün gelişeceği istihdam ve gelir üzerinde olumlu bir etkiye sahip olacağı açıktır. Ayrıca bir ülkenin karayolu, demiryolu ve deniz trafiğinin üretim ve kuruluşa paralel olarak artacağını söylemek doğru olacaktır. Çünkü üretim ve tüketimin çeşitli endüstriyel pazarlarda ve sektörlerde yabancı yatırımla rekabet içinde arttığı bir ülkede ürünü ihtiyaç duyulan yerde, ne zaman ve nerede depolayacağı önemlidir. Bunun için altyapı ve lojistik hizmetlerinin iyileştirilmesi gerekmektedir (Hill, 2009).

Portföy akımları orta gelirli kalkınmakta olan birçok ülkenin borç krizinden kurtulmasına destek olmuş, uluslararası piyasalara geri dönmek için fırsat sunmuştur. Bu akımların çok farklı yapısı olmakla birlikte, borçlanan ve borç veren taraf arasında oluşan yapısal değişimleri önemli ölçüde yansıtmaktadır. Bu değişimler, uzun vadeli finans kaynağı olarak kurumsal yatırımcıların artan önemini vurgulamaktadır. Ayrıca

kalkınmakta olan ülkelerde kamu sektörünün hâkim olduğu bir borçlanmadan özel ve kamu sektörü arasında dağılan daha dengeli bir borçlanma yapısına geçmeye olanak tanımaktadır. Yeni gelişen piyasalarda sermaye maliyetini azaltmaya yardım etmekte ve yatırımcı ile ev sahibi ülke arasında bir risk paylaşımı sağlamaktadır.

GOÜ portföy akımlarını çekebilmek amacıyla faiz serbestliği, kredi olanakları, devletin finansal piyasalar üzerinde rolünün azaltılması ve bankacılığın geliştirilmesi gibi temeller üzerinde yoğunlaşmaktadır. Böylece sermaye daha etkin ve verimli olarak ülke ekonomisine katkı yapmaktadır. Bu nedenle sermaye piyasaları özellikle hisse senedi piyasaları üzerinde yoğunlaşarak çeşitli düzenlemeler yapılmaktadır.

Hisse senedi piyasaları öncelikli olarak, şirketler için bir sermaye arttırma aracı olmaktadır. Ayrıca bu piyasada aktif çeşitliliği fazla olduğundan yatırımcı servetini farklı sektörlerle dağıtarak ev sahibi ülkede çeşitli sektörlerin büyümesine destek olmaktadır. Akımların boyutunun daha fazla olabilmesi için finansal sistemin iyi işlemesi gerekmektedir. Bu nedenle ev sahibi ülkeler etkin bir finansal sektör için geliştirmeler yapmaktadır. Çeşitli finansal kurumlar arasında sermaye arz ve talep edenler açısından tamamlayıcılık ilişkisi bulunmaktadır. Örneğin, iyi işleyen bir sermaye piyasasının yokluğunda, borçlanma piyasası iyi işlese de, etkin bir borç ve öz kaynak bileşimini sağlamak güçtür. Bu açıdan, hisse senedi piyasaları ve diğer finansal araçlar, birbirlerine rakip olmaktan çok, tamamlayıcı olarak işlevlerini yürütmektedirler. İyi işleyen bir sermaye piyasası da, olumlu dışsallıklar sağlamaktadır.

Artan yabancı portföy yatırımları, tasarrufların en verimli yatırımlara tahsisi sürecinin bir parçasıdır. Bu süreç sadece maliyet tasarrufuna değil, ayrıca yatırım artışına ve büyümeye de yol açmaktadır. Bu kaynakların ülkeye gelmesi ve sermaye maliyetini azaltması, portföy akımlarının faydalarını göstermektedir. Ayrıca finansal piyasadaki yabancı yatırımlar, yerli ve yabancı fiyatlarını aynı düzeye getirerek, piyasalarda iyileşme yaratarak, refah kazancı sağlamaktadır. Ayrıca etkinliği artırarak, firmaları rekabete yönlendirmekte ve büyüme hızını artırmaktadır. Hacimleri küçük olan şirketler bile etkin fiyatlama yaparak bu akımları ülkeye çekmede kilit rol oynamaktadır.

Portföy akımlarındaki artışın, cari hesap açıklarını arttırdığı da gözlenmektedir. Artan cari hesap açıkları ise, ülkede yatırım artışlarını yansıtmaktadır. Gerçekten de,

1980'li yılların sonu, 1990'lı yılların başlarında kısa vadeli akımların yöneldiği ülkelerde özel yatırımlar artmıştır.

2.6.1.2 Sermaye Akımlarının Ana Ülke Açısından Olumlu Etkileri

Sermaye akımlarının sadece ev sahibi ülke açısından değil, ÇUŞ merkezlerinin yer aldığı ana ülke bakımından da olumlu yönleri bulunmaktadır. Bu etkilerden biri, işçileri yatırım yapılan ülkede belirli bir istihdam düzeyine ihraç etme yeteneğidir. ÇUŞ lar yatırımda buldukları ev sahibi ülkelerde tesisleşme, kurumsallaşma ve süreçlere hâkim, kalifiyeli, iyi eğitilmiş ve firma çıkarlarını en üst düzeyde gözetecek çalışanlara ihtiyaç duyarlar. Bu nedenle ÇUŞ bu elemanların çoğunu kendi ülkelerinden getirirler. Getirdikleri bu elemanlar eğitilmiş son teknoloji üretime hâkim, alanında son derece uzman kişilerdir. Dolayısı ile ev sahibi ülkede sıfırdan eleman yetiştirme ya da ev sahibi ülkedeki personeli ana ülkedeki kadar donanımlı olacak şekilde eğitmeye çalışmasına gerek kalmıyor.

Yatırımların ana ülke açısından olumlu etkilerinin bir diğeri ise ödemeler dengesi üzerindeki yararlı etkileridir. ÇUŞ ev sahibi ülkede elde ettikleri gelirleri belli dönemlerde ana ülkeye aktarırlar. İlk aşamada para ev sahibi ülke bankalarından dururken o ülke ekonomisine katkı sağlar. Fakat belirli zamanlarda bu paralar ana ülke bankalarına aktarılabilmektedir. Bu durumda ana ülkeye yüklü miktarlarda nakit girişi olmaktadır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ana ülke bakımından diğeri bir olumlu katkısı, şirketlerin yabancı ülkelerde yatırım yapan firmaların ana ülkeden işlenmiş ve yarı işlenmiş ürün talep etmeleri ile başlamasıdır. Çok uluslu şirketlerin yabancı firmalara temel ürünler, ara mallar ve diğeri teçhizatı ithal ettikçe yerli üretim kaçınılmaz olarak artacaktır. Bu durum ev sahibi ülke açısından olumsuz etkiye sebep olmaktadır, ana ülke açısından etkisi olumlu yöndedir. Böyle bir durumda ana ülkede üretim artarken beraberinde istihdamla birlikte tesisleşmeyi ve diğeri ilişkili sanayi dallarının gelişmesini sağlayacaktır. Bu nedenle, ev sahibi ülkedeki birçok endüstrinin gelişmesi büyük ölçekli ekonomik kalkınmaya yol açabilir.

Sermaye akımlarına gelişmiş ülkeler listesi de dâhil edildiğinde, ülkenin dış piyasalarda edindiği beceri, yöntem ve teknikleri ülkeye transfer ederek veya geliştirerek kullanması önemlidir. Burada ülkede ihtiyaç duyulan bilgi, teknik beceri ve teknoloji, ev sahibi ülkeye doğrudan yabancı yatırımla girmek değil, yatırım

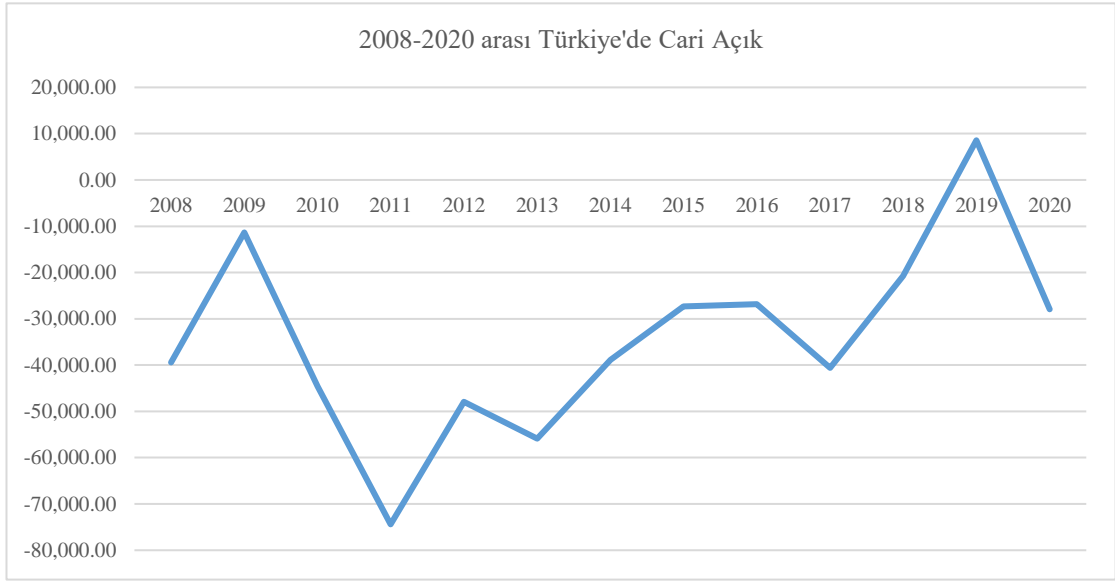
ülkesindeki maddi ve manevi varlıklara girmektir. Bu durumun ana ülkeye teknik, teknolojik ve ekonomik büyüme açısından olumlu katkıda bulunması beklenir.

2.6.2 Sermaye Akımlarının Olumsuz Etkileri

Sermaye hareketlerinin ekonomiyi etkileme sürecinde üzerinde durulan bir diğer ekonomik göstergelerden biri, reel döviz kurlarıdır. Sermaye akımları üzerindeki kısıtlamaların kalkmasıyla, ekonomik istikrar ve büyümenin temel politika kaynaklarından biri olan reel döviz kurlarında büyük çaplı değişiklikler meydana geldiği, giderek artan belirsizlikler yaşanmaya başladığı gözlenmektedir. Sermaye akımlarının toplam talep üzerindeki bir başka etkisi reel döviz kurunun değer kazanması sonucu ortaya çıkmaktadır. Sermaye girişlerinin döviz arzını artırması nedeniyle yerel para değerlenerek ithalatın artmasına sebep olmaktadır. Tüketim artışı ile beraber bütün bu gelişmeler, dış ticaret açığının artması ve ödemeler dengesinin endişe verici boyutlara ulaşmasına neden olmaktadır. Türkiye’de 2001 krizi ile 2008 küresel krizi arasında yaşanan durumlar bu durumu bire bir yansıtmaktadır. Özellikle 2006-2007 yılları arasında cari açık konusu ciddi derecede gündemde yer almaktaydı. Cari açık, Merkez Bankası verilerine göre 2006’da 37.9 milyar usd ve GSYİH’nin %9’una karşılık gelmekteydi. 2007’de ise cari açık 49.3 milyar usd olarak gerçekleşmiştir. Buna göre 2007 GSYİH’nin 500 milyar dolar olması da göz önünde bulundurulduğunda cari açık/GSYİH oranı ciddi bir artışla %14 seviyelerine çıkmıştır (Açıkalin vd. 2009).

Bütçe açığı vererek büyüme modelinden cari açık vererek büyüme modeline geçen Türkiye’de cari açığın yıllara göre dağılımı grafik 2.6 de gösterilmektedir. 2008 küresel krizinden sonra ekonomik daralma yaşayan Türkiye’de uluslararası ticaret daralmış, GSYİH azalmış bu da cari açığın azalmasına neden olmuştur. Sonrasında hızla toparlanma sürecine girilmiş ve 2011 yılında yaklaşık 74.4 milyar usd ile en fazla cari açık verilmiş ve cari açık/GSYİH %9 seviyelerine tırmanmıştır. 2019 yılına gelindiğinde ise Türkiye 2001 yılından itibaren ilk defa cari fazla vermiş ve yaklaşık 8.9 milyar usd ile tarihin en yüksek cari fazlası olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında ise açıklanan resmi rakamlara göre Eylül sonuna kadar yaklaşık 27.9 milyar usd cari açık verilmiştir.

Grafik 2.6: 2008-2020 arası Türkiye’de Cari Açık



Kaynak: TCMB EVDS

2.6.2.1 Sermaye Akımlarının Ev Sahibi Ülkeler Açısından Olumsuz Etkileri

Doğrudan yabancı sermaye akımlarının ev sahibi ülke açısından olumsuz etkilerinin en önemlisi yabancı yatırım yapan şirketin, yerel işletmeleri pazarın dışına itebilecek kadar güçlü ve donanımlı olmasıdır. Eğer yabancı firma piyasadaki yerli firmaları piyasa dışına itmeyi başarır ise tekel konumuna gelecek ve bu da fiyatların artmasına neden olacaktır. Piyasada fiyatların artması ise ev sahibi ülke açısından çok kötü bir senaryodur. Ev sahibi ülkedeki vatandaşların alım güçlerini azaltacağı için sosyal ve iktisadi refahın azalmasına yol açacaktır. Bunun yanında işsizliğin artması, cari ve ekonomik dengenin bozulması, GSYİH azalması, kişi başı milli gelirin düşmesi şeklinde farklı olumsuz etkileri de bulunmaktadır.

İşsizliğin artması, kişi başı milli geliri ve tüketimi azaltacağı gibi toplumsal huzuru da azaltacaktır. Enflasyon toplam talep artışından kaynaklanıyor ise bu uzun vadede arzı artırır yani mal ve hizmet üretimi artar; bu ise işsizliğin azalmasına sebep olur. Fakat piyasada toplam talep düşer ise bu uzun vadede arzı azaltacağı için işsizliği de artıracaktır.

Yabancı firmanın ev sahibi ülkede sağladığı gelir, yine ülke ekonomisi içinde kalırsa ekonomideki toplam tasarruf miktarında artış sağlanırken, tersi durumun meydana gelmesi halinde ise, yani gelir yabancı işletme tarafından yurt dışına

aktarılsa, o zaman da ülkenin toplam tasarrufunda azalma meydana gelecektir. Bu durum ev sahibi ülke açısından ekonomik anlamda daralma yaratacaktır.

Bir başka olumsuz etki birleşme devralmalar durumunda gerçekleşebilir. Birleşme ya da devralma durumlarında yabancı yatırım yapan şirket bir ülkede birden çok şirketi birleşme ya da devralma aracılığı ile elde ederse sonuçların nasıl değişeceğidir. Böyle bir durumda piyasadaki yatırımcı sayısı azalış göstereceği için rekabet de daralacaktır ve yine yabancı tekeli ile karşılaşma sorunu ile baş başa kalınacaktır. Bunun yanı sıra, sanayi sektöründeki yabancı sermayeli işletmelerin sayısı düşüyor ve dış ticaret üzerindeki etkisi bu sefer muhtemelen negatif olacaktır (Daniels vd. 2004).

DYY ev sahibi ülke açısından bir diğer olumsuz etkisi ülkedeki yabancı firmanın aşırı derecede ithalat yapması ile dış ticaret açığının artması şeklinde olabilir. Ev sahibi ülkede kurulu bir yabancı firma, ev sahibi ülkenin kaynakları ile üretime devam etmek için büyük miktarlarda girdi (yatırım malı, ara malı, hammadde) ithal eder, böylece milli gelir alımlar yoluyla yurt dışına aktarılır. Yabancı yatırımın, hükümet politikası tarafından kontrol edilebilecek kadar olumsuz sonuçları vardır. Bu durumu göstermenin en iyi yolu, Japon otomobil üreticisi Nissan'ın, Birleşik Krallıkta bir fabrika kurarken bu tür ödemeler dengesi ve kar marjlarına ilişkin şüpheleri azaltmak için Birleşik Krallıktaki otomotiv üretiminde kullanılan parçaların %60'ını Birleşik Krallık'tan tedarik edeceğini duyurmasıdır (Wild vd. 2003).

Yabancı yatırımların bir diğer önemli olumsuz etkisi ise özellikle gelişmemiş ve GOÜ' de görülen bağımsızlık ve ekonomik irade üzerindeki muhtemel gelişimidir. Bazı ev sahibi ülkedeki hükümetler, özellikle az gelişmiş ülke hükümetleri, kaynakların yetersiz olmasından dolayı sadece kısıtlı kaynakları karşılamak amacıyla küresel anlamda söz sahibi olan yabancı şirketlerin beklentilerini, milli çıkarlarından üstün tutabilmektedir. Bunun sonucunda ise, bazı ÇUŞ ev sahibi ülke ekonomisinin önde gelen sektörlerinde söz hakkı elde etmekte; bununla yetinmeyip yasal şartları bile kendi lehlerine çevirebilmektedir.

Genellikle sermaye hareketleri açısından spekülâtif olan kısa vadeli yabancı sermaye girişleri, ekonominin makroekonomik performansını etkilemektedir. Eğer ki; ülkeye kısa vadeli sermaye girişleri yatırıma aktarılabilirse, ülkenin kalkınma sürecini destekleyecek ve ödemeler dengesini olumlu yönde etkileyecektir. Kısa vadeli

sermaye tüketimi destekliorsa, kriz ülkede temel oluşturacak ve büyüme yerine durgunluğa neden olacaktır.

Portföy akımlarında hızlı sermaye çıkışları yaşandığı durumda GOÜ'ler bazı zorluklarla mücadele etmek durumunda kalmaktadırlar. Ekonomiden sermaye çıkışları nedeniyle artan döviz talebi, ulusal paranın değer kaybetmesine yol açmış ve ulusal paranın zayıflaması ithal malların fiyatını yükseltmiştir. Bu durumda finansman ihtiyaçlarını yabancı ülkelerden karşılamaya alışmış üreticiler ara malı ve yatırım malı ithal etmekte zorlanmakta, ara malı ithal edilmezse birçok sektörde üretim durgunlaşabilmektedir. Yükselen ithalat fiyatları ihracatın maliyetini etkilemekte ve ihracatı olumsuz etkilemektedir. Ayrıca dış borçlu üreticiler, milli paranın değer kaybetmesi nedeniyle birçok şirketin iflasına ve ülkede işsizliğin artmasına yol açabilecek dış borçlarını geri ödemekte zorlanacaklar. Öte yandan kredi arzı sınırlı ise tüketiciler de bu durumdan olumsuz etkilenerek tüketim maliyetlerini düşürebilir. Sonuç olarak yaşanan gelişmeler ekonominin çıkmaza girmesine yol açabilmektedir.

2.6.2.2 Sermaye Akımlarının Ana Ülke Açısından Olumsuz Etkileri

Sermaye akımlarının ana ülke açısından en önemli olumsuz etkisi kurulacak olan şirketin ana ülke dışında bir ülkede kurulacak olmasıdır. Bu ana ülkedeki işsizliği artırmaz veya milli geliri düşürmez fakat işsizliği azaltabilecek milli geliri artırabilecek yatırım ana ülke dışına çıkar dolayısıyla ana ülke bunlardan mahrum kalmış olur.

Bir diğer olumsuz etki ise ana ülkedeki teknoloji, bilgi ve birikimlerin diğer bir ülkeye transfer ediliyor olmasıdır. Teknoloji, bilgi ve birikimlerin diğer bir ülkeye transfer edilmesi ilerleyen zamanlarda yatırımın yapıldığı ev sahibi ülkenin, bu gelişimlerle ana ülkeye rakip olma olasılığı olmasıdır. Hatta bunları geliştirip, pazarda söz hakkına sahip olması ana ülke açısından tehdit unsuru olabilir.

Sermaye yatırımlarının ana ülke açısından oluşabilecek bir diğer olumsuz etkisi ise dış ülkelere yapılan doğrudan yatırımların, yabancı ülkede ucuz üretim yaparak ürünleri ana ülkede satması durumunda, ana ülkedeki bazı işletmelerin girdi maliyetleri nedeniyle ithal ürünler ile rekabet edemeyerek iflas etmesi, iş gücünün daralması ve ekonominin olumsuz etkilenmesidir.

2.6.3 Sermaye Akımlarının Olumsuz Etkilerinin Giderilmesine Yönelik Politikalar

Bir yandan büyümeyi ve talebi canlandırmak amacıyla sermaye akımlarına engel olunmaması, diğer yandan da yatırımların getireceği kararsızlıkların önlenmesi, kritik bir seçim konusu olmaktadır. Bu sebeple sermaye akımlarının nedenleri, olumlu ve olumsuz etkileri dikkatli olarak en ince ayrıntısına kadar analiz edilmelidir. Sermaye hareketleri daha çok dış kaynaklı etkilerden ya da ülkedeki kredi sınırlamalarından kaynaklanıyor ise, oluşabilecek etkiler istikrarsızlıklara neden olabilmektedir. Bu nedenle sermaye akımlarının gittiği birçok ülkede, istikrarsızlık yaratabilecek risklerini engelleyebilmek için bazı politikalar izlenmektedir. Bu politikalar daha çok GOÜ'nün gelişmiş ülkeler arasında yer almalarına yöneliktir.

2.6.3.1 Döviz Kuru Politikası

Sermaye akımlarının gittikleri ülkede enflasyon hızını yükselttiği ya da sürekli kıldığı ve reel döviz kurunu arttırdığı izlenmektedir. Bu nedenle, sermaye hareketlerinin hacimli olduğu Çin, Kolombiya, Meksika ve İspanya döviz kurlarının bir bant içinde dalgalanmasına izin vererek sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki olumsuz etkilerini minimum seviyeye indirmeye çalışmaktadırlar. Meksika dışındaki diğer ülkeler aldıkları önlemler ile sermaye akımlarındaki artışa başlangıçta tepki göstermişlerdir. Para arzı ve enflasyon hızı, hedeflenen düzeylere indirilemediğinde ise, döviz kuru ayarlamasına gidilmiştir (Aslan, 1997).

Geçtiğimiz 20 yılda sınırlar arası finansal işlem hacmindeki artış, merkez bankalarının (rezerv miktarları yüksek olsa dahi) baskılara göğüs germelerini zorlaştırmıştır. Literatürün sözde "imkânsız üçlüsü", sabit döviz kuru rejimlerinin çelişkili doğası, bağımsız para politikası ve sermaye serbestleştirme politikası seçenekleri, birçok ülkenin kontrollü veya sabit döviz kuru rejimlerini tamamen terk etmesine neden olmuştur. Sermaye hesaplarının serbest bırakılması durumunda, para politikası yalnızca döviz kuru esnek olduğunda yerel değişkenleri etkileyebilir. Öte yandan merkez bankaları, sermaye hesaplarında herhangi bir kısıtlama yoksa yerli ve yabancı sermayeye alternatif bulunmuyorsa sabit döviz kuru üzerinden bağımsız bir politika izleyebileceklerdir. Çin ve Malezya, kendi döviz kurlarını ancak sermaye kontrolü altında başarıyla tutabilmişlerdir.

Sürekli sermaye girişleri ile karşı karşıya kalan çoğu ülke, daha esnek döviz kuruna yönelmeyi seçmektedir. Sabit pariteyi veya döviz kuru rejimlerini destekleyen birçok ülke, döviz kurunu yükseltmek yerine hedef döviz kuru kullanarak döviz kurlarını daha esnek hale getirmeye çalışmaktadır. İki Latin Amerika ülkesi olan Kolombiya ve Meksika, sermaye akışını durdurmak için mali krizden önce döviz kuru koridorlarını genişletmiştir. Doğu Avrupa ülkelerinden Rusya, döviz kuru sınırlarını açıklamış, Polonya sürünen pariteyi sürünen saflara kaydırды, Çek Cumhuriyeti ve Slovak Cumhuriyeti de köklü sabit nominal kur rejimini döviz kuru bantlarına çevirmiştir. Döviz kuru hareketleri yönündeki belirsizlik, sermaye hareketini durdurmanın bir özelliğidir. Çek Cumhuriyeti ve Polonya döviz kurlarını değiştirerek başlangıçta öngörülen kısa vadeli sermaye girişlerinden kaçınmayı başardılar. Ancak 1997’de Çek Cumhuriyeti piyasadan hızlı sermaye kaçışları karşısında döviz kurunu serbestleştirip dalgalanmaya bırakmak zorunda kalmışken, Polonya da aynı şekilde Mayıs 1995 te döviz koridorunu genişletmek zorunda kalmış, 1995 sonunda ise döviz kurunu revalüe etmiştir (Hoggarth,1997).

2.6.3.2 Maliye Politikası

Büyük ve sürekli sermaye akımları karşısında, sıkı maliye politikasının izlenmesi genellikle kurları gerçekçi olarak değerlendirmekten kaçınma ve enflasyonu kontrol altına alma niteliği taşımaktadır. Kamu harcamalarının kısılması, özellikle ticaret konusu olmayan mallarda, direkt olarak talebi azaltmakta ve böylece enflasyon üzerinde etki yaratmaktadır. Sıkı maliye politikası izleyerek sermaye akımlarının olumsuz etkilerine karşı tepki oluşturulmaktadır. Diğer yandan sıkı maliye politikası izleyebilmek için kamu desteği almak oldukça güçtür. Sermaye akımları karşısında daha fazla yatırım yapabilmek için kamu harcamalarının kısılması gerekmektedir.

Maliye politikası genellikle orta vadede etkili olan bir stratejidir. IMF’nin istikrar ve güçlü ekonomiyi destekleyici programlar vasıtasıyla da çoğu GOÜ maliye politikası uygulamaktadır. Özellikle fazla bütçe açığının faizleri yükselterek sermaye girişlerini etkilediği şartlarda oldukça doğru bir politikadır. Örneğin Tayland, 1989-1991 döneminde bütçe açığını bütçe fazlasına dönüştürerek (GSYH’nin %5’i) sermaye girişleri ile mücadele edebilmiştir. Şili, Malezya ve Endonezya’nın da sermaye girişlerine karşı kullandıkları stratejiler arasında mali kısıtlar bulunmaktadır (World Bank, 1997).

2.6.3.3 Para ve Vergi Politikası

Kredi artışlarını sınırlamak, sermaye akımlarındaki artışın istenmeyen etkilerine karşı bir savunma hattı olarak ülkeler para politikalarını devreye sokmaktadır. Bu politikalarda mevduat karşılık oranlarının ya da reeskont oranlarının artırılması hızla uygulanabilen ve cari hesap açıklarının artmasını önleyen etkili araçlardır. Diğer yandan zorunlu karşılık oranlarıyla da sermaye girişleri caydırılabilir. Munzam karşılıklar Tayvan, Malezya ve Kore’de parasal çarpanı düşürmede etkili biçimde kullanılmıştır. 1980’li yıllarda Kore’de zorunlu karşılıklar iki katına yükseltilirken, Malezya’da 1989-1994 yılları aralığında %3.5’ten %11.5’e yükseltilmiştir. Bazı ülkeler yabancı para türünden mevduatlara da zorunlu karşılık getirmiş ya da var olan oranları yükseltmiştir. Örnek olarak 1990’lı yılların başında Şili, Peru ve Sri Lanka verilebilir (Lee,1997).

James Tobin, 1978 yılında, uzun vadeli yatırımlar ve dış ticareti olumsuz bir şekilde etkilemeden, sadece kısa vadeli spekülasyon sermaye akımlarını engellemek adına bütün döviz işlemlerini içeren uluslararası düzeyde uygulanacak bir vergi önermiştir. Bu verginin asıl amacı uluslararası krizi durduraktan ziyade, spekülasyon sermaye hareketini azaltarak olası mali krizleri önlemektir. Tobin tarafından tanımlanan bu vergi, tüm ülkelerdeki spot ticaret fiyatına dayalı düşük faizli, tek oranlı döviz işlem vergisi olarak tanımlanabilir (Keskin, 2009).

1997-98 yıllarındaki Asya ülkelerinde yaşanan krizlerden sonra bu tür sermaye kontrolleri yeniden tartışılmaya başlanmış ve pek çok ekonomist, siyasetçi serbestleşme öncesinde finansal sistemin etkin işleyişini sağlayacak uygun düzenlemelerin gerçekleştirilmesinin gerekliliği konusunda fikir birliğine varmıştır. Finansal açıklık, GOÜ için yurtiçinde yüksek ölçüde düzenlemelerin sağlanmasının ardından, uzun vadede ulaşılacak bir hedef olarak görülmelidir. Bu sebeple hükümetler, finansal serbestleşmeden önce finansal piyasalarda ve bankalarda reform yapmak için geçici de olsa sermaye kontrolleri uygulayabilirler.

2.6.3.4 Sterilizasyon

Sermaye akımlarının serbest ve döviz kurlarının oynak olduğu şartlarda para arzında oluşan değişimler, fiyatların genel seviyesinde de aynı doğrultuda değişimlere sebep olmaktadır. Bu durum, sermaye hareketlerinin sterilize edilmesini gerektirmektedir. Dar ve geniş iki farklı sterilizasyon tanımı yapmak mümkündür. Dar

anlamda sterilizasyon, para tabanını değiştirmeden devlet borçlanma senetleri ihraç ederek sermaye akışlarının etkilerini telafi etmenin bir yöntemidir. Genel anlamda sterilizasyon, sermaye akışlarının etkilerinin yasal kaynak oranları kullanılarak sterilize edilmesidir. Geniş anlamda sterilizasyon uygulamasında parasal taban değişmektedir (Richard, 1998).

Döviz piyasasına müdahale edildiğinde, MB sermaye girişi nedeniyle artan yabancı parayı yerel para karşısında satın almaktadır. Bu durum, MB' nin uluslararası rezervlerinin artmasına sebep olmaktadır. Sermaye akımları karşısında MB piyasaya müdahale etmediği zamanlarda ise uluslararası rezervlerde artış olmamakla beraber sermaye girişi, reel olarak ulusal para biriminin değerlenmesine sebep olmaktadır. Bu müdahaleler sonucu elde edilen para, sermaye kaçışı karşısında bir önlem olarak kullanılabilir. Bu şartlar altında MB sermaye akımlarına karşı istediği gibi müdahale edebilmekte ve sermaye akımlarının ülkenin kırılganlıkları üzerinde olumsuz etkilerine karşı önlem alabilmektedir.

Sterilizasyon politikaları birçok ülkenin faiz oranlarının hızlı artmasına yol açmıştır. Sermaye girişlerinin devam etmesi sonrasında bırakılmak zorunda kalınmaktadır. 1988-89 döneminde şili'de kısa vadeli faizler yaklaşık olarak %28'lerde iken, sermaye girişlerinin ardından 1990'lı yılların başlarında %46'lara kadar yükselmiştir. Kolombiya'da da sermaye girişleri öncesinde yaklaşık %22 seviyesindeki faiz oranları, sermaye girişleri ile birlikte sterilizasyon yöntemlerinin hız kazandığı 1991 yılında %47'ye kadar yükselmiştir. Fakat bu dönemde bu ekonomilerin oldukça dalgalı olabileceğini ve faiz oranlarının yükselmesinin tek sebebinin sterilizasyon değil sıkı para politikası olduğunu da unutmamak gerekir (Reinhart, 1999).

GOÜ arasında sterilizasyon politikası yaygın olarak kullanılmasına rağmen bu politikalar karşısında bazı engeller bulunmaktadır. Açık piyasa işlemlerinin kullanımı, özellikle az gelişmiş finansal piyasalarda, işlem sayısı ve piyasa süreçleri düşük olan ülkelerle sınırlıdır. Özellikle merkez bankası tarafından ihraç edilen hazine bonoları veya senetleri, piyasanın sahip olmak istediği menkul kıymetler için tam bir seçim olmayabilir. Benzer şekilde, merkez bankası bonoları veya sterilizasyon için kullanılan hazine bonoları yabancı tahvillere alternatif değilse, yatırımcıları yabancı sermayeden yerli varlıklara geçmeye teşvik etmek için daha yüksek faiz oranları gerektirebilir.

Son olarak ve göz ardı edilmemesi gereken bir husus da sterilizasyonun yol açtığı maliyetlerdir. Artan likiditeyi çekmek için menkul kıymet ihracı, hükümet veya merkez bankası üzerindeki borç yükünü yükseltecektir. Bu gelişme, yüksek kamu borç yükü olan ülkeler için daha da fazla sorunlar yaratabilir. Sterilizasyon politikası başlangıçta sermaye akımları karşısında etkili olurken, ilerleyen dönemlerde borç servisi yükünü artırarak, politikayı devam edilemez duruma getirmektedir.

3. SERMAYE AKIMLARININ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE VE TÜRKİYE’DE GELİŞİMİ VE SEBEP OLDUĞU KRİZLER

Sermaye akımları öncelikle gelişmiş ülkeler arasında serbest bırakılırken ilerleyen zamanlarda gelişmekte olan ülkelerde de serbestleşmeye başladı. Dışa açılım politikalarını başarılı bir şekilde uygulayan GOÜ akımlardan beklenen getiriye elde ederken bu akımlara hazırlıksız yakalanan çoğu GOÜ akımların olumsuz etkilerinden nasibini aldı ve ekonomik kırılganlıkları artarak krize sürüklendiler. Türkiye de çoğu GOÜ gibi bu akımlara 1980’li yıllarda katılarak tamamen dışa açılım süreci içine girdi. İlk aşamalarda sermaye akımlarının hacimlenmesi ve ekonomiye olumlu katkı yapması istenen bir durum gibi görünse de sonrasında değişen ekonomik politikalardan kaynaklı olarak özellikle portföy yatırımlarının hızla terse dönmesi sonucu ekonomik krizler yaşandı. 1990’lı yıllar GOÜ için tam anlamıyla hüsrans yılları oldu ve krizlerin bıraktığı olumsuz etkilerden kurtulmaları uzun sürdü. Günümüze geldiğinde sermaye akımlarının yön değiştirerek daha çok GOÜ den gelişmiş ülkelere doğru kayması bu akımların tamamen gelişmiş ülkeler tarafından oluşturulan bir ekonomik savaş olup olmadığı sorusunu gündeme taşıdı.

3.1 Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Akımlarının Gelişimi

Dünya genelinde son dönemlerde en popüler tartışma konusu globalleşme yarışı ve pazarda söz sahibi olma durumudur. Özellikle 1980’lerin başından itibaren, yatırımcılar portföylerini çeşitlendirmek ve riski minimum seviyede tutarak maximum kârı elde edebilecek yatırım araçlarına yönelmişlerdir. Bu süreçte hisse senetleri ve bonolara olan ilgi küreselleşmeyi başka bir boyuta taşımıştır. Özellikle 1970’li yıllarda GOÜ ticari bankalardan ciddi biçimde borçlanmanın, kredi yoluyla

kaynak bulmanın en iyi çıkar yol olmadığına farkına varmalarıyla birlikte bu süreç daha da hızlanmıştır. Sermaye akımlarının kısıtlı olduğu zamanlarda GOÜ bu yüklü miktardaki kredileri ödemede güçlük çekmişlerdir. Özellikle fon sağlayıcı bankaların kriz zamanlarında bile geri ödeme taleplerinin ortaya çıkması GOÜ daha da zor durumda bırakmıştır. Tüm bu durumlar fon ihtiyacı olan ülkeleri alternatif arayışlar içine sokmuş ve kendi borsalarını kurmayı veya yabancı yatırımcıların önündeki engelleri kaldırarak serbest uygulamalarla ekonomik kalkınmayı ve hane halklarının refah seviyesini daha üst seviyelere çıkarmak istemişlerdir.

Türkiye dâhil birçok GOÜ ekonomisinde, hisse senedi piyasaları hızlıca yükseliş trendine girmiştir. Üstelik IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar, GOÜ’de hisse senedi piyasalarının gelişmesini ve yabancı yatırımlara açılmasını desteklemişlerdir. Tüm bu gelişmeler ışığında 80’li yıllar GOÜ için altın çağı niteliğinde olmuştur. Fakat 90’lı yıllar GOÜ için oldukça sancılı ve zor olmuştur. Serbest sermaye dolaşımı ve ekonomik politikalarından uzak bir takım uygulamalar finansal bozulmaları beraberinde getirerek, ekonomiler üzerinde ciddi izler bırakan krizlere yol açmıştır.

Uluslararası sermaye akımlarında 90’lı yıllarda gerçekleşen büyük artışlar, uluslararası pazarlarda portföy çeşitlendirmesine imkan sağlayan iki önemli gelişmeye bağlı olarak ortaya çıkmıştır. Birincisi, GOÜ’nün finans hesaplarını, kur rejimlerini ve sermaye hareketlerini liberalize edip yabancı sermayeye izin vererek, uluslararası entegrasyona katılımlarını yükseltmeleri olarak ifade edilebilir. Aynı zamanda bu durum, gerek özelleştirmeler gerekse daha derin ve likit finansal piyasaların oluşumuyla desteklenerek cazip bir yatırım ortamı oluşmasını sağlamıştır. İkincisi ise, bilişim teknolojilerindeki gelişmelerin, dünya genelinde yatırımların değerlendirilmesini ve takibini kolaylaştırarak gelişmiş ülke fonlarının küresel boyutta hareketine imkân vermesidir. Özellikle, telekomünikasyon teknolojisinin gelişimi, yatırım bilgisi akışını kolaylaştırmış, risk yönetimi için daha etkili mali araçların yaratılmasını desteklemiş ve yabancı sermaye için sınır ötesi yatırımları kolaylaştırmıştır (Moreno, 2000).

Finansal serbestleşme sürecini başlatıp bunun nimetlerinden yararlanma yoluna giden sermaye açlığı çeken GOÜ, hiç de hesap edemedikleri bazı sorunlarla yüzleşmek zorunda kalmışlardır. Serbest kambiyo rejimi GOÜ’nün ve uluslararası piyasaların

gelişimine önemli katkıda bulunmakla birlikte, kendi paralarını, döviz kurunu ve faiz politikalarını rahatlıkla takip edebilme fırsatlarını sınırlayıp, kendi ülkelerine ait büyüme ve kalkınma planları ön görme ve uygulama fırsatlarını oldukça zorlaştırmıştır (Yeldan, 2002).

Finansal serbestleşmede olumlu bakış açısı, sermaye üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasıyla, tasarrufların yüksek getirili yatırımlara yönelerek daha etkin olarak dağılacakını öne sürmektedir. Finansal serbestleşmeyle yurtiçi tasarrufları istenen seviyede olmayan GOÜ’de, faiz oranı artırılarak, fon artışı olan ekonomilerin tasarruflarının bu ülkelere yönelmesine neden olmuştur. Bu süreçte, ekonomiler arasındaki faiz oranı farklılıkları azalarak, rekabetin artmasıyla da finansal piyasaların daha etkili çalışması ve böylelikle tasarruf sahipleriyle yatırımcıların daha iyi imkânlarla sahip olması sağlanmıştır.

Küreselleşmenin başladığı 20. yy başından itibaren finansal entegrasyon ciddi anlamda artmış ve GOÜ’ye sermaye akımları dikkat çekici biçimde yoğunlaşmıştır. 1913’te uluslararası sermaye akımlarının toplamı (DYY, bono, hisse senedi, krediler vb.) dünya gayri safi hasılasının %30’una karşılık gelirken, bu oran 2001’de %90’ına, hatta 2007 sonu itibariyle %100’ünden daha yüksek bir orana ulaşmıştır. Bu açıdan ele alındığında dünya ekonomilerinin küreselleştiği ve entegrasyonun arttığı yönündeki izlenimleri destekleyen bir görüntü sergilenmektedir. Diğer taraftan 1913’te az gelişmiş ülkeler yatırımların %48’ini alırken, 2001’de bu oran ciddi bir düşüşle %12.5’e gerilemiştir. Ayrıca 1913’te en çok sermaye girişinin olduğu 12 ekonomiden 9’u GOÜ iken, 2001 itibariyle ilgili listedeki 12 ülkeden yalnızca Çin’in GOÜ olduğu göze çarpmaktadır. Üstelik Çin listenin en alt sıralarında olup, kendisini İsviçre’nin ancak çok az bir farkla önünde bulabilmiştir. Dünya Bankası verilerine göre, 2004 yılından sonra Hindistan’dan İngiltere’ye olan sermaye akımının, İngiltere’den Hindistan’a olan sermaye akımının önüne geçtiği savı bunu doğrulamaktadır. Tüm bu senaryolar sermaye akımlarının özellikle 2000’li yıllardan sonra tersine döndüğünü göstermektedir. Yani sermaye akımları gelişmiş ülkelere GOÜ’ye değil, GOÜ’den gelişmiş ülkelere doğru akmaya başlamıştır. Bir diğer ifadeyle, 20. yüzyılın başından itibaren yaşanmaya başlanan entegrasyonun, gelişmiş ve GOÜ bağlamında tersine döndüğü söylenebilir (Schularick, 2006).

Şirketler çeşitli yatırımlar arasında en iyisini, en fazla kar edebileceği finansal enstrümanı seçebilmek amacıyla, sistemin izin verdiği ölçüde portföylerini ayarlamaktadırlar. Bu durum, finansal piyasalarını serbestleştiren ekonomilerde doğal bir beklentidir. Ekonominin uluslararası piyasayla entegre olmasına yardımcı olacak, verimliliği arttıracak bazı sermaye hareketlerinin oluşması, yararlı da olabilmektedir. Şüphesiz bu süreç, sanayileşmesini tamamlayan gelişmiş ülkelerde olduğu kadar, GOÜ’de de geçerli olmaktadır.

Birçok GOÜ, 1980’li yıllardan günümüze kadar olan süreçte büyük sermaye akımlarının odak noktası olmuştur. Bu sermaye hareketlerinin çoğu, tahvil, öz kaynak, mevduat sertifikası ve finansman bonusu biçiminde kısa vadeli portföy yatırımdır. Ancak, artan kısa vadeli akımlar, istikrarlı olup olmadıkları, yakın gelecekte ters yöne dönüp dönmeyecekleri, kırılganlıkları artırıp krize sebebiyet verip vermeyecekleri sorunlarını da beraberinde getirmektedir. Bilindiği gibi kısa vadeli sermaye akımları, verimsiz sıcak para hareketleri niteliği taşımaktadır.

1980’lerden sonra aşırı ivme yakalayan sermaye hareketlerinin büyük bir kısmı, istikrarsız ve verimsiz kısa vadeli akımlardır. Bunlar spekülatif amaçlı hareketler olduğundan dolayı kolayca ters yönde değişebilmektedir. Bu nedenle kısa vadeli para hareketleri “sürekliliği az, değişkenliği fazla” akımlar olarak ele alınmaktadır.

Ülkeler sermaye hesabında konvertibiliteye giderken, oldukça farklı stratejiler izlemektedir. İngiltere, Uruguay, Yeni Zelanda, Arjantin gibi bazı ülkeler, 1970’li yıllarda, sermaye kontrollerinin çoğunu kısa dönemde kaldırırken, çoğu ülke daha aşamalı ve temkinli bir yaklaşım izlemişlerdir. Bu ülkeler, önce ticaretle ilişkili olan sermaye akımlarındaki engelleri azaltma yoluna giderken, daha sonra uzun vadeli doğrudan ve portföy akımlarındaki engellerin kaldırılması, son aşama olarak da kısa vadeli sermaye akımlarının serbestleştirilmesi şeklinde politikalar izlemişlerdir. Şüphesiz olarak tüm politikalar ülkelere hem olumlu hem olumsuz etki etmiştir. Bu tecrübeler, sermaye hareketleri serbestliğinin, daha geniş bir istikrar unsuru ve yapısal reform programı olduğunu ortaya koymuştur. Çünkü sermaye akımlarının sürekliliğini belirlemede, kredi hacmi ve diğer ekonomik politikaların uygunluğu, kilit rol oynamaktadır.

Örnekler arasında, yeniden yapılandırma programının dikkat çekici bir unsuru olan sermaye kontrollerini ortadan kaldırarak sermaye hesabı likiditesini devam ettiren

Yeni Zelanda, Meksika ve Birleşik Krallık sayılabilir. Bu ülkeler, aynı zamanda yüksek enflasyon hızını azaltabilmek, kredi değerliliğini yükseltebilmek için mali reformlar ve sıkı para politikası izleme yolunda adımlar da atmışlardır.

Diğer taraftan, Uruguay, Çin, Arjantin gibi ülkeler, 1970’li yılların sonlarında, açık olan sermaye hesabını sürdürme konusunda başarısız olmuşlardır. Bu ülkelerde, 1978 yılından sonraki dönemlerde “sürünen kur (crawling peg)” döviz kuru sistemi uygulanırken, döviz kurlarının aşırı değerlenmesi sorunu ortaya çıkmıştır. Bunun sonucunda ise iç ve dış faiz oranları arasındaki fark daha da açılmıştır. Bu durum hane halklarını, yurtiçi harcamaları finanse etmek için dışarıdan ödünç fon almaya yöneltmiştir. Enflasyon hızında görülen yavaş düşüşler ve aşırı değerlenmiş döviz kuru ile birlikte bu ülkelere yabancı sermaye akımları artmıştır. Aşırı değerlenmiş döviz kuru ise bilindiği üzere, ticaret dengelerini alt üst etmektedir.

GOÜ’de yurtiçi yatırımlarla tasarruflar arasında sıkı bir ilişki olmadığından kaynaklı sermaye akımları bu ekonomileri tercih etmektedir. Akımların yüksek olduğu ülkelerde yurtiçi yatırımlar, ulusal tasarruflardan bağımsız olabilmektedir. Çünkü dış kaynaklardan gerekli finansman sağlanabilmektedir. Sermaye akımlarının düşük olduğu GOÜ’de bile yurtiçi yatırımlar ulusal tasarruflardan farklı olabilmektedir. Bu akımlarla birçok GOÜ önemli miktarda dış kaynaklı finansman imkânına sahip olmaktadır. Ancak bu tür akımlar kesinlikle finansal entegrasyonu tam olarak sağlamamaktadır. Çünkü bunlar, finansal varlıklar arasındaki arbitraj fırsatlarından, iç piyasanın sağladığı imkânlardan kaynaklanmamaktadır. Diğer taraftan bu ülkelerin çoğu finansal açıklığa sahip olduklarından, finansal istikrarı önemli ölçüde koruyabilen GOÜ sayısı yok denebilecek kadar azdır.

1980 sonrası hızlıca finansal serbestleşme akımına uymak isteyen GOÜ’nün bu akımlarla ekonomileri büyümüş fakat diğer yandan kırılabilirlikleri artmıştır. Tamamen dış sermayeye bağımlı olan bu ülkelere doğrudan yatırımları verimli bir şekilde kullananlar sermaye akımlarının olası olumsuzluklarından kendilerini korumuştur. Fakat kısa vadeli sermaye akımlarını etkili bir şekilde kullanamayan ülkelerde bu akımların aniden terse dönmesi şok etkisi yaratarak derin krizlere neden olmuştur. Yatırımcıların daha kısa sürede daha fazla kar elde edebilmek amacıyla farklı arayışlar içine girmesi sonucu sermaye akımlarındaki dalgalanmalar oldukça artmıştır. GOÜ gurubu içinde özellikle BRICS, ASEAN ve Latin Amerika ülkeleri sermaye

akımlarında ilk göze çarpanlar arasındadır. Bu sebeple aşağıda seçilmiş 10 GOÜ'nün 1980 sonrası DYY ve portföy yatırımları grafiklerle gösterilmiş ve 1980 sonrası ekonomik verileri tablo halinde sunulmuştur.

3.1.1 Arjantin

Tablo 3.1 de Arjantin'in 1980 sonrası ekonomik göstergeleri ve sermaye akımlarının 5' er yıllık periyotlarla ortalama olarak detayları bulunmaktadır. 40 yıllık süreçte Arjantin'e en yüksek DYY 1999 yılında yaklaşık 24 milyar usd olarak gelmiştir. Finansal serbestleşme akımından sonraki süreçte ülkedeki GSYİH 1980'de 81.7 milyar usd iken 2015 yılında en yüksek seviyeyi 645 milyar usd ile görmüş ve 2019 yılında 450 milyar usd olarak gerçekleşmiştir. 1980-1990 arası yüksek enflasyonla mücadele eden Arjantin 1989 sonrasında ülkeye giren dış sermaye ile enflasyon oranını ciddi oranda düşürmüştür. Diğer dikkat çeken nokta ise sermaye akımlarında yükselme olduğu zamanlarda cari açık tutarının artmasıdır. En fazla portföy yatırımı 2017 yılında 36 milyar usd iken cari açık da aynı yıl en yüksek seviyede 31 milyar usd olarak gerçekleşmiştir.

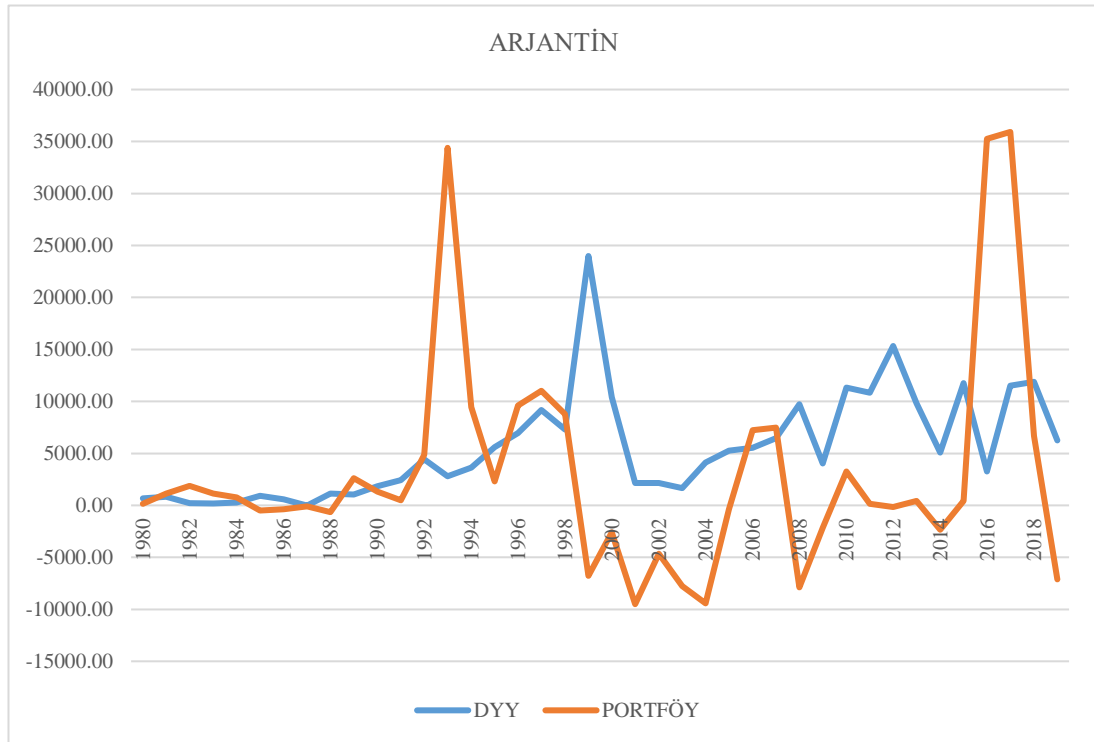
Tablo 3.1: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Arjantin ekonomik göstergeleri
(milyon usd)

YIL ARALIĞI	DYY	PORTFÖY	GSYİH	KİŞİ BAŞI GSYİH (usd)	CARİ AÇIK / FAZLA	ENFLASYON
1980-1984	439,00	1.013,20	89.430,69	3.101,20	-3.354,00	%277,40
1985-1989	729,80	198,80	109.748,13	3.521,13	-2.184,60	%828,68
1990-1994	3.026,80	10.105,18	228.508,95	6.795,26	-4.165,62	%506,86
1995-1999	10.599,32	4.987,00	304.762,01	8.544,84	-10.090,17	%0,76
2000-2004	4.102,02	-6.780,18	203.291,69	5.421,30	1.471,46	%8,34
2005-2009	6.203,70	857,84	285.354,47	7.171,41	6.099,28	%8,85
2010-2014	10.476,72	269,74	543.688,54	13.003,61	-6.280,92	%12,80
2015-2019	8.930,66	14.234,16	562.842,37	12.832,71	-18.984,87	%32,85

Kaynak: IMF, BIS, UNCTAD, Word Bank Data

Grafik 3.1 de 1980 – 2019 arası Arjantin’deki DYY ve portföy akımlarının değişimi gösterilmektedir. Grafikte ilk göze çarpan husus 1992-1993 arasındaki portföy akımlarındaki ciddi artıştır. 1992 yılında gelen yatırım 4.8 milyar usd iken 1993 yılında 34.4 milyar usd ile yaklaşık 7 kat artmıştır. 1993 yılından sonra yabancı yatırımcıların daha fazla kar elde edebilecekleri beklentisiyle ülkeyi terk ettikleri ve portföy yatırımlarındaki düşüş ülkeyi krize sürüklemiştir. Kriz atlatıldıktan sonra ülkeye gelen yatırımlar 1997 Asya kriz ile tekrar artış göstermiş, fakat bu artış uzun süreleri olmayıp 2 sene sonra tekrar ülkeyi terk etme eğilimine girmiştir. 1999-2005 arasında ülkeden sürekli sermaye çıkışı olmuş, sermaye akımlarının ülke ekonomisine olumlu anlamda katkısı olmamıştır. 2008 küresel krizinin de portföy yatırımlarına etkisi olumsuz olarak grafikte dikkat çekmektedir. 2016-2017 yıllarında Arjantin portföy akımlarında tarihi zirveyi sırasıyla 35.3 ve 36 milyar usd olarak görmüştür. Diğer taraftan DYY grafiğinde portföy akımlarının aksine 1998-2000 arasında artış göstermiştir. 1998 yılında ülkeye gelen DYY 7.3 milyar usd iken ertesi yıl 24 milyar usd olarak gerçekleşmiş ve bir daha bu seviyelere ulaşamamıştır.

Grafik 3.1: 1980-2019 arası Arjantin’e gelen DYY ve portföy yatırımları



Kaynak: UNCTAD, Word Bank Data

3.1.2 Brezilya

Dünyanın en büyük 10 ekonomisi arasında yer alan Brezilya uluslararası sermaye piyasasının gözdesi konumundadır. Tablo 3.2 de Brezilya ekonomisine ait sermaye akımları ve ekonomik göstergeler sunulmaktadır. Ülkeye giren yabancı sermayenin GSYİH'yi artırdığı açıkça gösterilmektedir. 1980 yılında ülkedeki GSYİH 191 milyar usd iken 2019 yılında 1.8 trilyon usd olarak yaklaşık 9,5 kat artmıştır. Aynı doğrultuda 1980 yılında ülkeye giren toplam DYY ve portföy yatırımları 2.3 milyar usd iken 2019 yılında bu tutar 92 milyar usd olarak gerçekleşmiştir. Ülkede en yüksek GSYİH 2011 yılında 2.6 trilyon usd olarak hesaplanmış ve aynı yıl en yüksek DYY 97.5 milyar usd olarak gelmiştir. Brezilya'da gelen sermaye akımları ekonomi büyümeyi sağlarken diğer taraftan cari açık verilmesinde etkili olmaktadır. Latin Amerika krizlerinden ciddi oranda etkilenen ülkede 1990-1994 arasında sermaye akımlarının özellikle portföy yatırımlarının artması kronik sorunlara neden olmuş, yüksek oranda enflasyon ve işsizlikle mücadele edilmiştir. 1990 yılında ülkede en yüksek enflasyon ve işsizlik oranları %2.947 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 3.2: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Brezilya ekonomik göstergeleri (milyon usd)

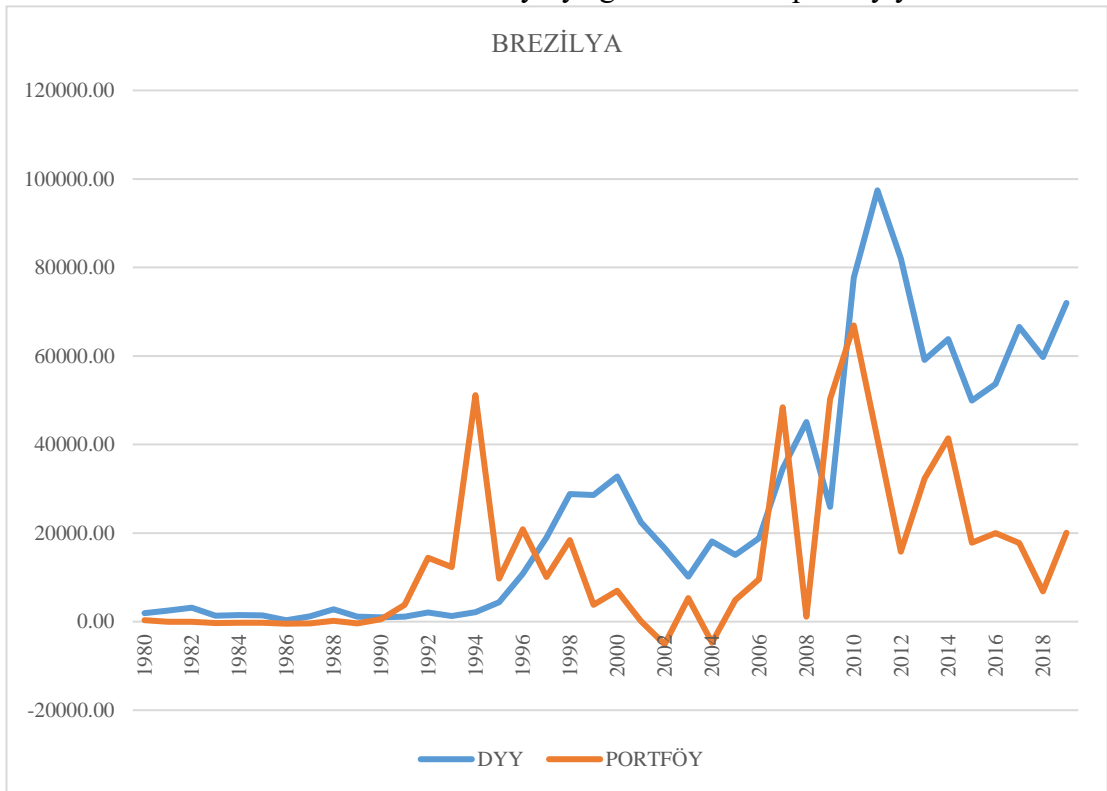
YIL ARALIĞI	DYY	PORTFÖY	GSYİH	CARİ AÇIK / FAZLA	ENFLASYON	İŞSİZLİK
1980-1984	2.074,92	-41,40	200.182,93	-9.542,60	%123,34	%132,33
1985-1989	1.367,91	-272,00	262.297,85	-377,00	%532,26	%532,24
1990-1994	1.518,56	16.448,60	427.110,88	-202,56	%1.667,15	%1.667,16
1995-1999	18.324,76	12.570,80	791.414,85	-26.220,80	%19,35	%19,36
2000-2004	20.023,24	494,18	590.669,69	-7.832,16	%8,73	%8,72
2005-2009	27.896,03	22.852,84	1.351.845,29	-4.668,14	%5,05	%5,06
2010-2014	76.020,74	39.536,88	2.443.817,23	-84.065,08	%5,92	%5,90
2015-2019	60.407,67	16.512,44	1.866.601,59	-36.941,64	%5,72	%5,70

Kaynak: IMF, BIS, UNCTAD, Word Bank Data, ILO

Grafik 3.2 ye bakıldığında Brezilya'ya gelen DYY ve portföy yatırımların çoğu zaman aynı doğrultuda hareket ettikleri açıkça göze çarpmaktadır. 1980-1990 aralığındaki DYY ve portföy yatırımlarında dalgalanma çok olmazken gelen

sermayeler sınırlı düzeyde kalmıştır. Portföy akımlarında ilk dalgalanma yatırımcıların Latin Amerika ülkelerini tercih ettiği 1990-1994 aralığında gerçekleşmiştir. 1990 yılında Brezilya'yı tercih eden portföy yatırımcıları toplam 512 milyon usd sermaye getirirken, bu tutar 1994 yılında 51 milyar usd ile yaklaşık 100 kat artmıştır. Sıcak para olarak nitelendirilen portföy yatırımlarının 1998-1999 yılında ciddi oranda ülkeyi terk etmesiyle ülke krizle baş başa kalmıştır. Krizden çıkış ve portföy yatırımlarının eski tutarlara ulaşması bir hayli uzun süre almış ve 2007 yılında tekrar bir sıçrayış göstermiştir. 2008 küresel krizinin derinden etkilediği Latin Amerika'da Brezilya da etkilenmiş ve portföy yatırımları 48 milyar usd den 1.1 milyar usd ye düşmüştür. Fakat bu krizin olumsuz etkisi uzun süreli olmamış 2009'da tekrar yükselmeye geçmiştir. 2010 yılında yaklaşık 70 milyar usd portföy yatırımı yapılan Brezilya'da zirveye ulaşılmış ve günümüze kadar bir daha bu tutarlara ulaşılmamıştır.

Grafik 3.2: 1980-2019 arası Brezilya'ya gelen DYY ve portföy yatırımları



Kaynak: UNCTAD, Word Bank Data

3.1.3 Çin

Özellikle 1990-2010 arasında yıllık %9-10 gibi inanılmaz bir hızla büyüyen dünyanın yükselen gücü Çin’de sermaye akımlarının etkisi azımsanmayacak kadar önemlidir. Tablo 3.3 de sermaye akımlarının Çin ekonomisine etkileri gösterilmektedir. 1980 yılında ülke GSYİH 306 milyar usd iken 2019 yılında 14.2 trilyon usd ile ABD’den sonra dünyada en yüksek GSYİH sahip 2. ülke olarak gerçekleşmiştir. Dünyanın en kalabalık nüfusuna sahip olmasına rağmen, en büyük 2. ekonomi olan Çin yabancı yatırımcılar için her zaman adeta göz bebeği konumunda olmuştur. Nüfusun kalabalık olmasından kaynaklı olarak kişi başı GSYİH gelişmiş ülke seviyesi olan 25.000 usd nin çok uzağında gerçekleşmesi Çin’in GOÜ kategorisinde olmasına neden olmaktadır. Ekonomisi sağlam temeller üzerine kurulan ülkede yabancı yatırımcılar kolay kolay ülkeyi terk etmemektedir. 1997 Asya krizinde bile ülkeden ciddi oranda sermaye çıkışı olmamış ve ekonomiyi zarara uğraticı etkilere sebep olmamıştır. 2008 küresel krizinde de ülkede GSYİH düşmemiş ve ülkeden ciddi oranda sermaye çıkışı olmamıştır. Bir diğer dikkat çeken nokta ise gelen yatırımların ülkede cari fazlayı artırması ekonomik olarak arzulanan bir durumdur.

Tablo 3.3: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Çin ekonomik göstergeleri (milyon usd)

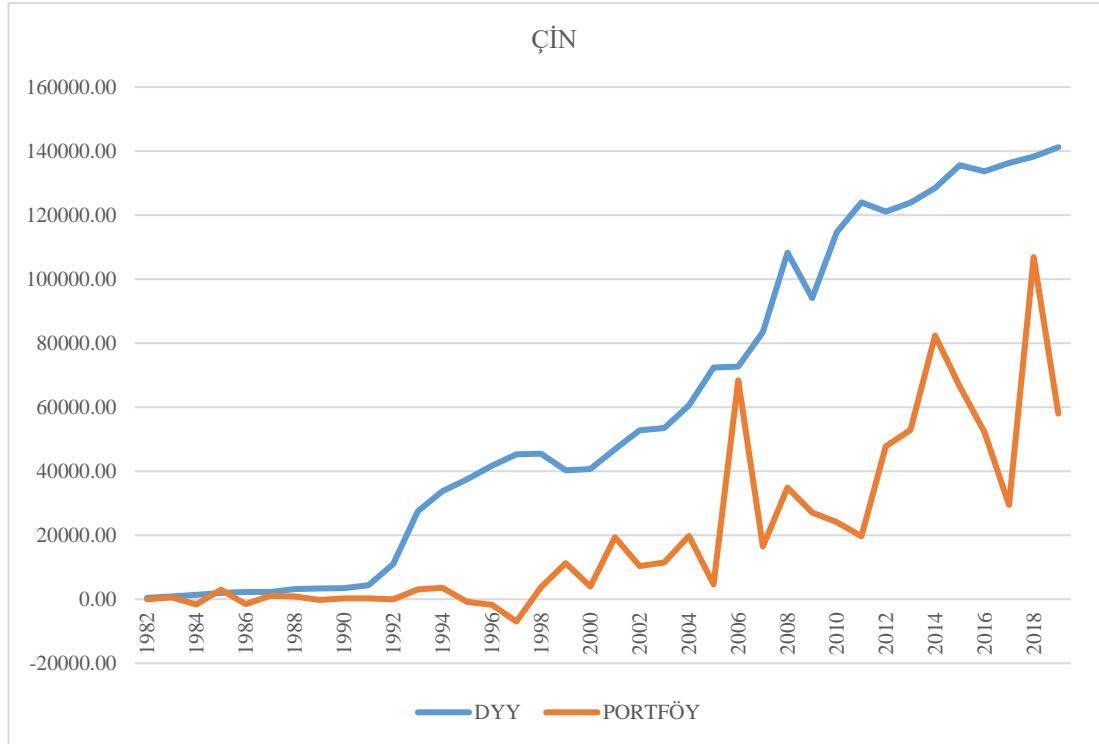
YIL ARALIĞI	DYY	PORTFÖY	GSYİH	KİŞİ BAŞI GSYİH (usd)	CARİ AÇIK / FAZLA
1980-1984	617,40	-346,00	299.627,00	291,35	3.981,33
1985-1989	2.619,90	641,20	360.315,28	321,59	-5.254,00
1990-1994	16.028,48	1.402,20	496.903,35	411,44	5.393,80
1995-1999	42.056,91	1.097,92	936.580,04	741,33	19.682,28
2000-2004	50.893,99	12.983,78	1.527.383,29	1.166,92	37.066,78
2005-2009	86.203,80	30.301,82	3.656.886,87	2.710,80	276.245,86
2010-2014	122.441,00	45.355,46	8.435.973,13	6.086,39	194.709,89
2015-2019	137.026,60	62.611,92	12.426.647,36	8.741,50	173.663,85

Kaynak: IMF, BIS, UNCTAD, Word Bank Data

Dünya ekonomisinin süper gücü diye adlandırılan Çin’e ait 1982-2019 arası DYY ve portföy akımlarının değişimi Grafik 3.3 de gösterilmektedir. DYY’de en

büyük sıçrayış 1991-1992 aralığında gerçekleşmiştir. 1991 yılında Çin'i tercih eden DYY 4.3 milyar usd iken 1992 yılında 11 milyar usd ile 2,5 kat artmıştır. Bu artışla Çin'deki DYY istikrarlı bir şekilde yükseliş eğiliminde olmuştur. 2008 küresel krizi zamanlarında ülkeye giren DYY 108 milyar usd iken 2009 yılında 94 milyar usd olmuş ve 14 milyar usd lik bir azalış olmuştur. Ülke tarihinde en yüksek DYY 2019 yılında 141 milyar usd olarak gerçekleşmiştir. İlk olarak Çin'de etkisini gösteren ve sonrasında tüm dünyaya yayılan Covid 19'un Çin'deki DYY akımlarının artış eğilimini sürdürüp sürdürmeyeceği ise merak konusu haline gelmiştir. Portföy akımları DYY gibi sürekli artış eğiliminde olmamış zamanla dalgalanma göstermiştir. En büyük dalgalanma 2005-2008 aralığında olmuştur. 2005 yılında 4.7 milyar usd portföy akımı çeken Çin 2006'da 68.4 milyar usd ile portföy yatırımı çekmiş, bu tutar 2007 yılında 16.4 milyar usd ye düşerek ciddi değişim sergilemiştir. Ülke tarihinde en yüksek portföy yatırımı 2018 yılında 107 milyar usd olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 3.3: 1982-2019 arası Çin'e gelen DYY ve portföy yatırımları



Kaynak: UNCTAD, Word Bank Data

3.1.4 Hong Kong

1997 yılından sonra Çin'e bağlanan Hong Kong bu tarihten sonra dünyanın önde gelen finans merkezi olarak anılmaktadır. Çin hinterlandında bulunan ve Çin'e bağlı olarak sürekli gelişme gösteren ülke yabancı yatırımcıların da dikkatini çekmektedir. Tablo 3.4 de ülkeye gelen sermaye akımlarının ülkenin ekonomik olarak gelişmesinde ve büyümesinde olumlu katkı yaptığı görülmektedir. Gelen yatırımların enflasyona olumsuz etkisi olmazken, istihdam seviyesine olumlu etkisi olmaktadır. Sermaye akımlarının azaldığı zamanlarda cari fazla seviyesinin düşmesi de dikkat çekmektedir. 2012-2014 aralığında ülkedeki cari fazla tutarı 2000 yılından itibaren ilk defa tek haneli rakamlara düşmüş ve 2013-2017 yılları arası ortalama cari fazla 9.4 milyar usd olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 3.4: 1998-2019 arası Hong Kong ekonomik göstergeleri (milyon usd)

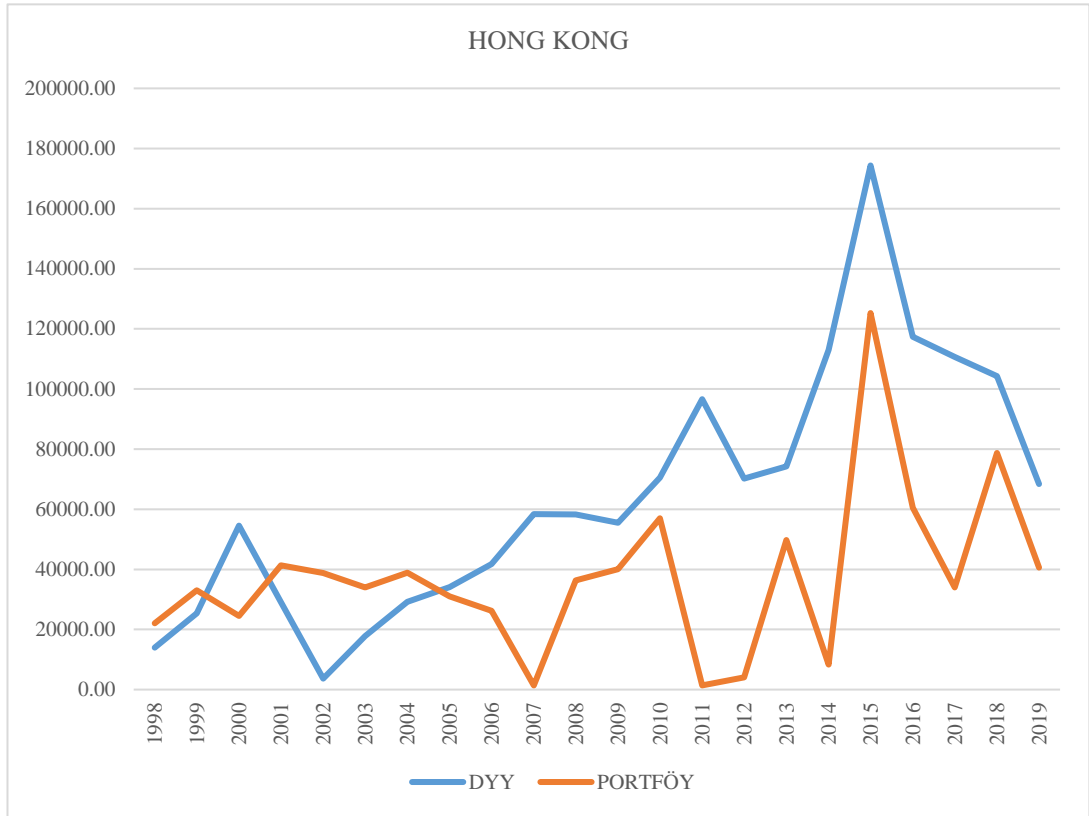
YIL ARALIĞI	DYY	PORTFÖY	GSYİH	CARİ AÇIK / FAZLA	ENFLASYON	İŞSİZLİK
1998-2002	25.319,90	31.946,58	168.415,13	8.920,10	-%1,88	-%1,90
2003-2007	36.251,32	26.297,78	183.437,40	21.583,10	%0,38	%0,36
2008-2012	70.230,39	27.763,58	234.621,54	17.599,13	%3,31	%3,32
2013-2017	117.951,27	55.572,00	307.818,03	9.364,22	%3,13	%3,12
2018	104.245,71	78.664,20	362.682,02	13.514,40	%2,41	%2,40
2019	68.378,95	40.639,00	368.760,86	22.467,29	%2,86	%2,90

Kaynak: IMF, BIS, UNCTAD, Word Bank Data

Grafik 3.4 Hong Kong'a gelen DYY ve portföy akımlarının yıllara göre dağılımını göstermektedir. Grafiğe bakıldığında ilk göze çarpan nokta 2008 krizinden sonra DYY ve portföy yatırımlarının paralel hareket ettiği görülmektedir. Bir diğer önemli nokta ise gelen yatırımların hiçbir zaman sıfırın altına düşmemesidir. Burada en etkili olgu kuşkusuz Çin'e bağlı bir ülke olmasıdır. Ülkeye gelen DYY sadece 2003 yılında tek haneli rakam 3.7 milyar usd olarak gerçekleşmiştir. 2015 yılına kadar dalgalı olarak artış trendi sergileyen DYY ilgili yılda 174 milyar usd ile zirve yapmış, 2015'ten sonra sert bir şekilde düşüş eğilimine girmiştir. Portföy akımlarında ise en düşük seviye 2007 yılında 1.4 milyar usd olarak gerçekleşmiştir. DYY ile aynı yılda zirve seviyesine

ulaşan portföy yatırımları 2005 yılında 125 milyar usd olarak ülke ekonomisine girmiştir. En büyük artış ise 2014-2015 aralığındadır. 2014 yılında toplam portföy yatırımları 8.3 milyar usd olmuştur. 2016 yılında sert bir düşüş gösteren portföy yatırımları ilgili yılda 60 milyar usd olmuş ve takip eden 2017 yılında da azalış eğilimini sürdürerek 34 milyar usd olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 3.4: 1998-2019 arası Hong Kong'a gelen DYY ve portföy yatırımları



Kaynak: UNCTAD, Word Bank Data

3.1.5 Hindistan

1979-1981 yıllarında yaşanan döviz kriziyle birlikte tamamen ihracata yönelen ve liberalleşme akımına katılan Hindistan'ın 1980-2019 aralığındaki sermaye akımları ve ekonomik ilişkisi 5'er yıllık periyotlarla ortalama olarak Tablo 3.5 de gösterilmektedir. 1980-1990 aralığında ülkeye gelen yabancı sermaye oldukça az seviyelerde ve ülke ekonomisi oldukça düşük durumdaydı. Nüfusun kalabalık olmasından kaynaklı olarak işsizlik oranı da yüksekti. 1990 yılına kadar ülkeye gelen

portföy yatırımları oldukça kısıtlı olduğundan dolayı sermaye hesaplarına dahil edilmemiştir. Fakat 1990 yılından sonra yatırımlar ciddi anlamda artış göstermiş ve ülke ekonomisi de aynı doğrultuda büyümeye başlamıştır. 1990-1994 aralığında GSYİH ortalama 305.8 milyar usd iken 2015-2019 aralığında ortalama yaklaşık 2.6 trilyon dolar seviyelerine tırmanmış ve aynı doğrultuda yabancı yatırımlar da ciddi anlamda artış göstermiştir.

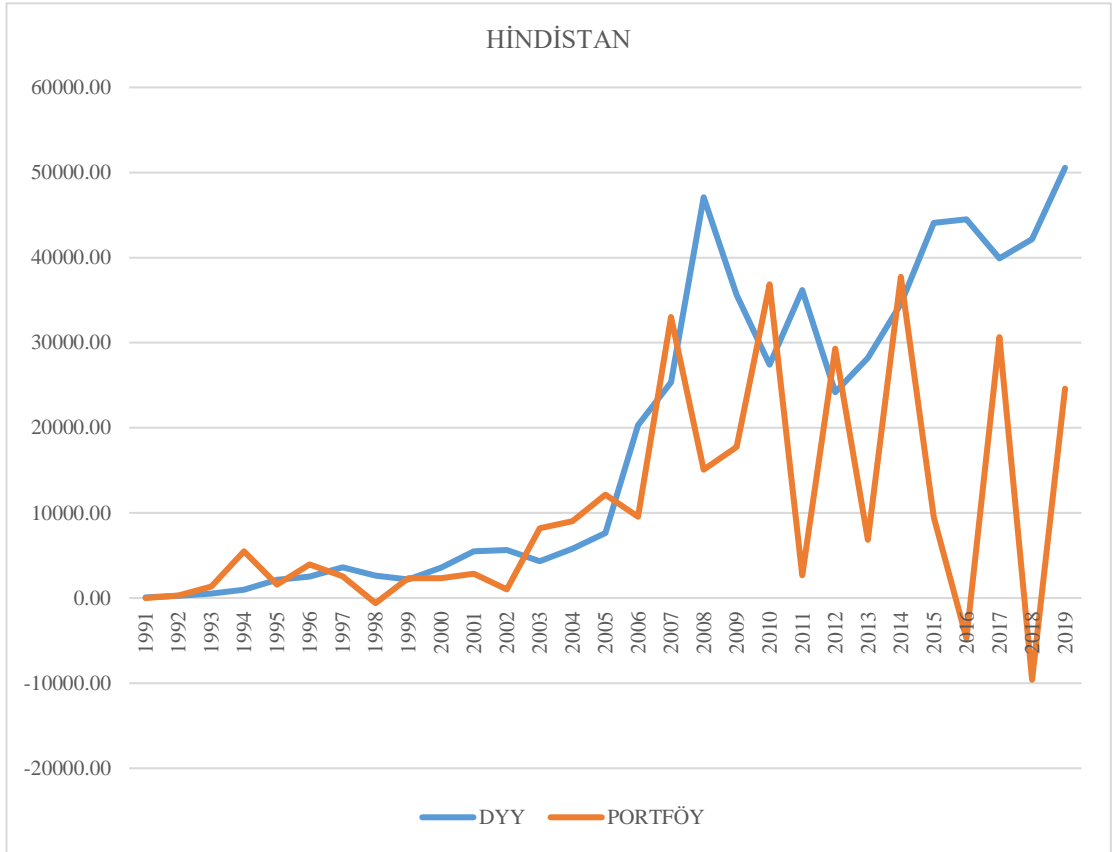
Tablo 3.5: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Hindistan ekonomik göstergeleri
(milyon usd)

YIL ARALIĞI	DYY	PORTFÖY	GSYİH	CARİ AÇIK / FAZLA	ENFLASYON	İŞSİZLİK
1980-1984	53,61	-	207.156,84	-2.251,00	%10,54	%10,50
1985-1989	155,90	-	274.842,04	-5.567,09	%7,91	%7,92
1990-1994	413,94	1.429,68	305.766,42	-3.872,94	%10,24	%10,24
1995-1999	2.619,20	1.964,08	416.463,22	-4.923,14	%8,85	%8,86
2000-2004	4.958,84	4.694,74	556.436,17	2.684,23	%3,93	%3,94
2005-2009	27.207,16	17.507,56	1.106.020,57	-16.963,34	%7,13	%7,12
2010-2014	30.116,96	22.684,76	1.872.481,60	-56.988,34	%9,48	%9,50
2015-2019	44.231,53	10.077,08	2.579.479,35	-33.620,12	%5,16	%5,18

Kaynak: IMF, BIS, UNCTAD, Word Bank Data, ILO

1991 Körfez Savaşı'nın olumsuz etkilerini yaşayan Hindistan'da, savaştan sonraki yabancı sermaye yatırımlarının dağılımı Grafik 3.5 de gösterilmiştir. Portföy yatırımlarında oldukça dalgalı bir görünüm izlenmektedir. Gelen sıcak paranın çok kısıtlı seviyelerde olması ve 1997 Asya krizi sıralarında hızla ülkeyi terk etmesi sonucu Hindistan da krizden etkilenmiştir. Özellikle 2010 yılından sonra portföy yatırımları oldukça istikrarsız hareket etmiş ve büyük çaplı iniş – çıkış hareketleri sergilemiştir. En yüksek portföy yatırımı 2014 yılında 37.7 milyar usd olarak gerçekleşmiştir. DYY ise portföy yatırımlarına göre biraz daha istikrarlı görünüm sergilemektedir. 2008 krizinin etkisiyle yaklaşık 2 yıllık bir azalış gösteren DYY 2010 yılında 27.4 milyar usd olmuştur. 2006 sonrasında çift haneli rakamlara ulaşan DYY 2019 yılında 50.5 milyar usd ile zirve seviyeleri görmüştür.

Grafik 3.5: 1991-2019 arası Hindistan'a gelen DYY ve portföy yatırımları



Kaynak: UNCTAD, Word Bank Data

3.1.6 Güney Kore

1980 yılında Türkiye ile aynı sınıfta yer alan ve ekonomik değerleri birbirine çok yakın olan Güney Kore'nin 1980-2019 aralığındaki yabancı yatırımları ve ekonomik göstergeleri Tablo 3.6 de sunulmuştur. 1980-1984 aralığında ortalama 146 milyon usd DYY, 2015-2019 aralığında ortalama 11.3 milyar usd seviyelerine çıkarken ekonomik büyümeye de ciddi anlamda olumlu katkı yapmıştır. 1980-1984 aralığında GSYİH ortalama 81.8 milyar usd iken, 2015-2019 arasında ortalama 1.6 trilyon usd olarak çok önemli bir artış göstermiştir. Diğer yandan liberalleşme sırasında enflasyon sorunuyla uğraşan Güney Kore gelen yabancı yatırımları verimli ve etkin kullanarak enflasyon oranını 2015-2019 yılları arasında ortalama %1 seviyelerine indirerek ideal bir ülke ekonomi durumunu sergilemektedir. Aynı doğrultuda yabancı sermayenin cari fazlaya da olumlu katkısı tabloda açıkça

gözlenebilmektedir. 2000-2004 aralığında ortalama cari fazla 11.4 milyar usd iken 2015-2019 aralığında 83.1 milyar usd olarak gerçekleşmiştir.

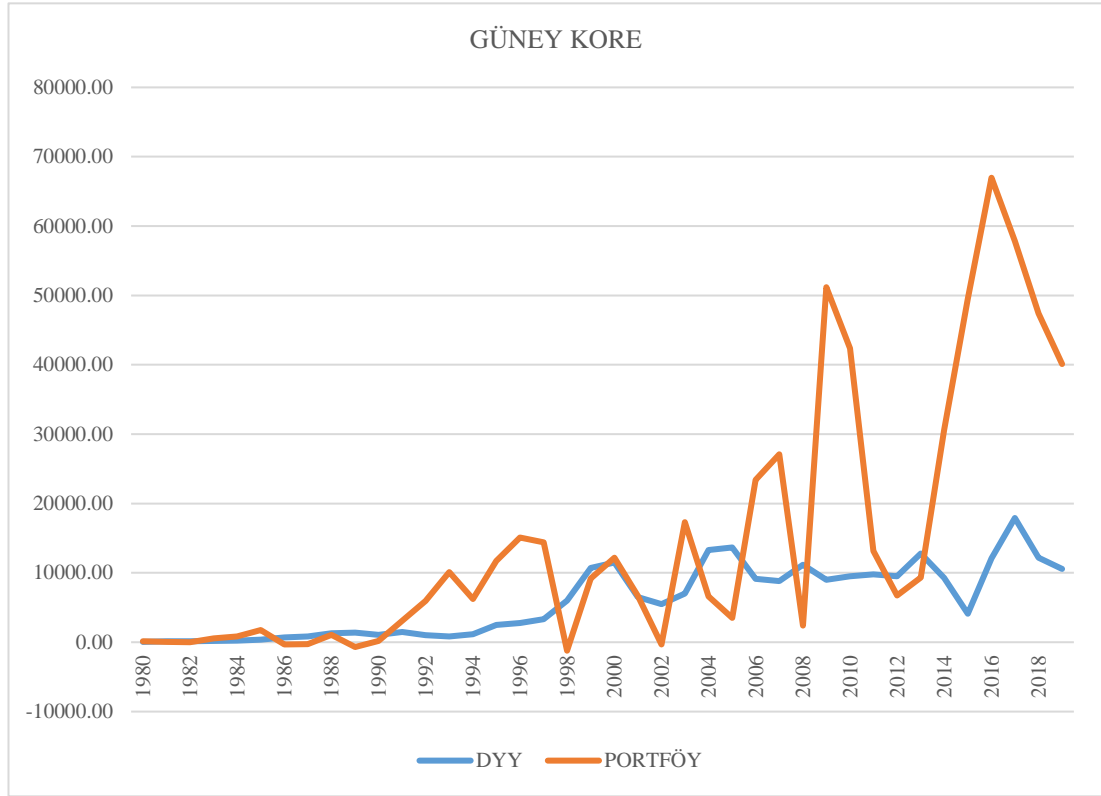
Tablo 3.6: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Güney Kore ekonomik göstergeleri
(milyon usd)

YIL ARALIĞI	DYY	PORTFÖY	GSYİH	KİŞİ BAŞI GSYİH (usd)	CARİ AÇIK / FAZLA	ENFLASYON
1980-1984	146,14	310,80	81.825,98	2.083,81	-4.814,08	%11,79
1985-1989	911,82	295,56	164.643,38	3.934,12	5.206,94	%4,22
1990-1994	1.094,26	5.110,04	368.715,62	8.387,85	-3.368,86	%7,04
1995-1999	5.057,26	9.832,72	527.561,83	11.442,41	3.279,02	%4,43
2000-2004	8.762,24	8.484,60	649.394,61	13.525,13	11.402,06	%3,24
2005-2009	10.368,28	21.518,14	1.030.402,61	21.016,18	11.923,30	%2,99
2010-2014	10.161,30	20.441,72	1.306.166,19	26.071,66	50.733,56	%2,35
2015-2019	11.373,90	52.378,94	1.594.868,26	31.230,49	83.142,18	%1,10

Kaynak: IMF, BIS, UNCTAD, Word Bank Data

Grafik 3.6 ya bakıldığında Güney Kore’de DYY’de uzun dönemde ciddi ivmelenme olmadığı 20 milyar usd bandını hiçbir zaman aşmadığı gözlenmektedir. İlk çıkış trendini 1998-1999 tarihleri arasında göstermiştir. 1998’de toplam gelen DYY 5.9 milyar usd iken 1999’da 10.7 milyar usd olarak yaklaşık %179’luk bir artış göstermiştir. 2008 küresel krizinden sonra yatay bir hareket sergileyen DYY’de 2013 sonrasında ufak çaplı hareketlenme olmuştur. 2013’te 12.7 milyar usd toplam DYY çeken Güney Kore, 2017 ‘de tarihi zirveye ulaşmış ve 17.9 milyar usd DYY çekmiştir. Portföy yatırımlarındaki dağılıma bakıldığında DYY’nin aksine oldukça dalgalı hareket etmiştir. 1997 Asya krizi sıralarında Güney Kore’den sıcak para çıkışı grafikte izlenebilmektedir. Kriz yılında toplam 14.4 milyar usd portföy yatırımı yapılan ülkede 1998 yılında 1.2 milyar usd portföy çıkışı olmuş ve sıfırın altına düşmüştür. Bu tarihten sonra ivmelenmedeki fark oldukça artmıştır. Portföy yatırımlarında en yüksek seviye 2016 yılında 67 milyar usd olarak izlenmiştir.

Grafik 3.6: 1980-2019 arası Güney Kore'ye gelen DYY ve portföy yatırımları



Kaynak: UNCTAD, Word Bank Data

3.1.7 Malezya

1997 Asya krizinin derinden etkilediği Malezya'da 1980-2019 aralığındaki sermaye akımlarının ülke ekonomisine etkileri Tablo 3.7 de gösterilmektedir. Sermaye akımlarının ülke ekonomisine olumlu katkıları tabloda açıkça görülmektedir. 1985-1989 arasındaki ortalama DYY ve portföy yatırımları sırasıyla 798 milyon usd ve 465 milyon usd olarak kaydedilirken, aynı periyotta ülke GSYİH 33 milyar usd iken ilerleyen 10 yıllık zaman diliminde 1998-1999 arasındaki özellikle DYY ciddi anlamda artarak yaklaşık 5.2 milyar usd olurken, GSYİH 88.2 milyar usd olmuştur. Diğer taraftan gelen sermaye yatırımları ülke cari açığının cari fazlaya dönmesine ve yıllar itibariyle artmasına katkı yapmıştır. 1990-1994 aralığındaki portföy yatırımları ve cari açık sırasıyla ortalama 713 milyon usd ve 2.9 milyar usd iken, 2010-2014 aralığındaki karşılıkları 11.4 milyar usd ve 20.1 milyar usd cari fazla olarak gerçekleşmiştir. Ülkeye gelen yatırımlar ülke ekonomisini büyütürken kişi başı GSYİH da artırmaktadır. Bu noktada tabloda göze çarpan aralık 2000-2004 ve 2010-

2014 periyotlarıdır. Kişi başı GSYİH 4.307 usd den 10.500 usd seviyelerine çıkmıştır. Aynı zaman aralığında yatırımların artması da durumun en kuvvetli nedenlerindedir.

Tablo 3.7: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Malezya ekonomik göstergeleri
(milyon usd)

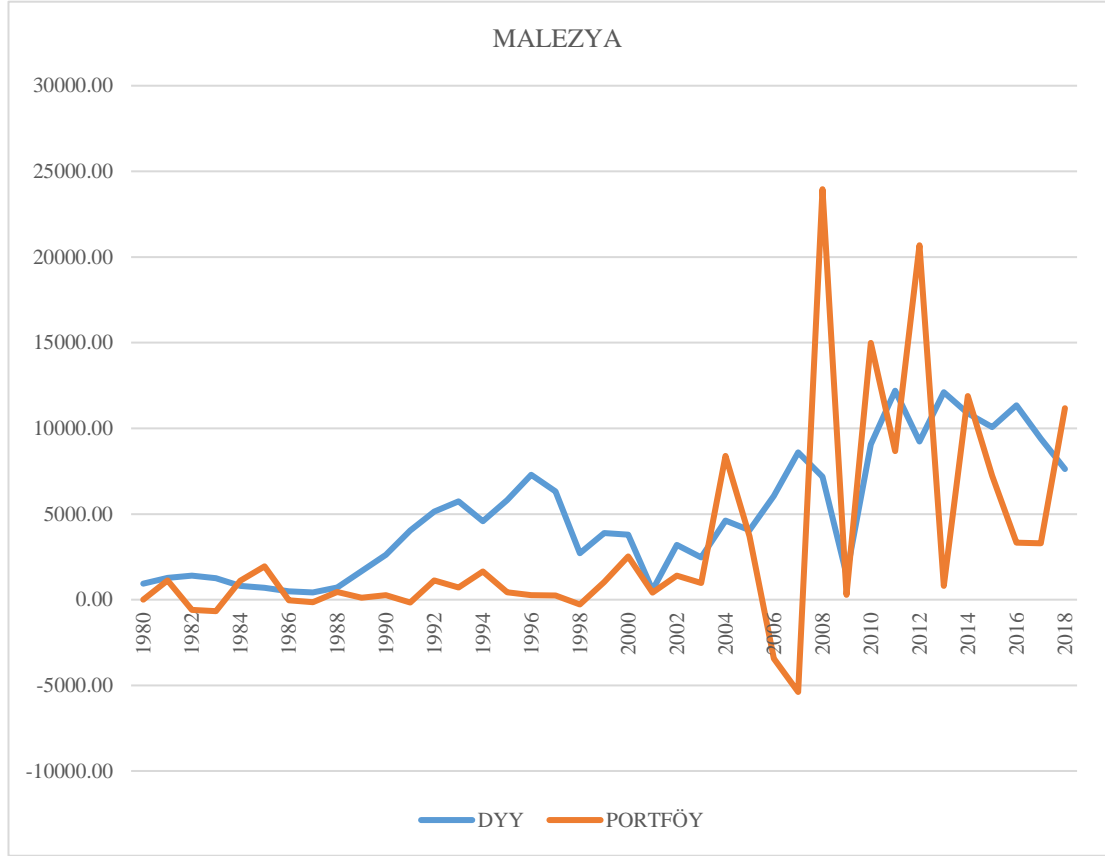
YIL ARALIĞI	DYY	PORTFÖY	GSYİH	KİŞİ BAŞI GSYİH (usd)	CARİ AÇIK / FAZLA	ENFLASYON
1980-1984	1.130,76	196,24	28.117,47	1.935,63	-2.291,86	%6,00
1985-1989	798,71	465,42	33.047,01	1.992,97	811,12	%1,35
1990-1994	4.422,80	712,92	58.737,69	3.073,83	-2.946,23	%3,80
1995-1999	5.208,85	338,62	88.235,05	4.107,22	618,31	%3,52
2000-2004	2.928,47	2.741,94	104.474,21	4.307,38	10.285,01	%1,45
2005-2009	5.469,09	3.825,68	186.569,06	6.961,34	29.332,98	%2,93
2010-2014	10.697,89	11.409,92	305.750,97	10.509,33	20.100,57	%2,34
2015-2019	9.217,21	6.257,40	329.394,57	10.576,41	9.005,20	%1,92

Kaynak: IMF, BIS, UNCTAD, Word Bank Data

1993 yılına kadar Asya ülkelerine gelen sermaye akımlarının türü DYY iken bu yıldan sonra portföy yatırımlarına dönüşmesi bölge ülkelerini krize sürüklemiş ve Malezya da krizden etkilenmiştir. Grafik 3.7 Malezya'daki 1980-2019 aralığındaki DYY ve portföy yatırımlarının yıllar itibariyle değişimini göstermektedir. DYY dağılımına bakıldığında 1988 yılına kadar yatay seyir halinde hareket ederken 1988 yılında sonra artma eğilimine girmiş ve yaklaşık 4 yılda 5 milyar usd bandını geçerek 1992 yılında 5.1 milyar usd olmuştur. Aşamalı olarak 1997 yılına kadar artış devam ederken Asya krizinin etkisiyle gelen DYY'de ciddi düşüşler gözlenmektedir. 1997 yılında toplam DYY 6.3 milyar usd iken 1998 yılında 2.7 milyar usd seviyelerine düşmüştür. Bir diğer ciddi düşüş 2008 küresel krizi sırasında olmuştur. 2008 yılında toplam DYY 7.2 milyar usd iken 2009 yılında 1.5 milyar usd ye düşmüştür. Fakat 2008 krizinin etkisi uzun sürmemiş Malezya'ya gelen DYY hemen toparlanarak eski seviyelerine ulaşmıştır. Portföy yatırımları ise 2004 yılına kadar hafif inişli çıkışlı görünüm sergilerken 2004 yılından sonra dalgalanmalar artmış iniş çıkışların rakamsal tutarları arasındaki fark yükselmiştir. 2007 yılında ülkeden 5.4 milyar usd portföy

çıkışı yaşanırken 2008 yılında 24 milyar usd giriş olmuş ve küresel krizin etkisiyle ertesi yıl 291 milyon usd giriş seviyelerine düşerek ciddi dalgalanmalar gözlenmiştir.

Grafik 3.7: 1980-2019 arası Malezya'ya gelen DYY ve portföy yatırımları



Kaynak: UNCTAD, Word Bank Data

3.1.8 Meksika

90'lı yıllardan itibaren ayarlanabilir kur sistemine geçen ve finansal serbestleşme akımına katılan Meksika'nın 1980-2019 yılları arasındaki sermaye yatırımları ve ekonomik göstergeleri arasındaki ilişki Tablo 3.8 de gösterilmektedir. Cari açık vererek ekonomik büyüme modelini tercih eden Meksika'da gelen yatırımların cari açığa olumlu etki etmediğini tabloya bakarak söyleyebiliriz. Diğer Latin Amerika ülkeleri gibi kronik enflasyon ve işsizlik sorunuyla uğraşan Meksika'ya gelen yatırımların enflasyon ve işsizliği düşürücü etkisi açıkça görülmektedir. 1985-1989 aralığında ortalama %82 enflasyon ve işsizlik seviyeleri zamanla gelen yatırımların da etkisiyle 2010-2014 aralığında %4 seviyelerinin altına düşmüştür. Aynı

zaman aralığında özellikle portföy yatırımlarının kişi başı GSYİH olan etkisi de göze çarpmaktadır. 1985-1989 zaman zarfında ortalama 127 milyon usd portföy yatırımı gelirken 2.564 usd kişi başı GSYİH olmuştur. 2010-2014 arasında ise portföy yatırımları ortalama 44.5 milyar usd seviyelerine çıkarken kişi başı GSYİH 10.273 usd ile en yüksek seviyelere ulaşmıştır.

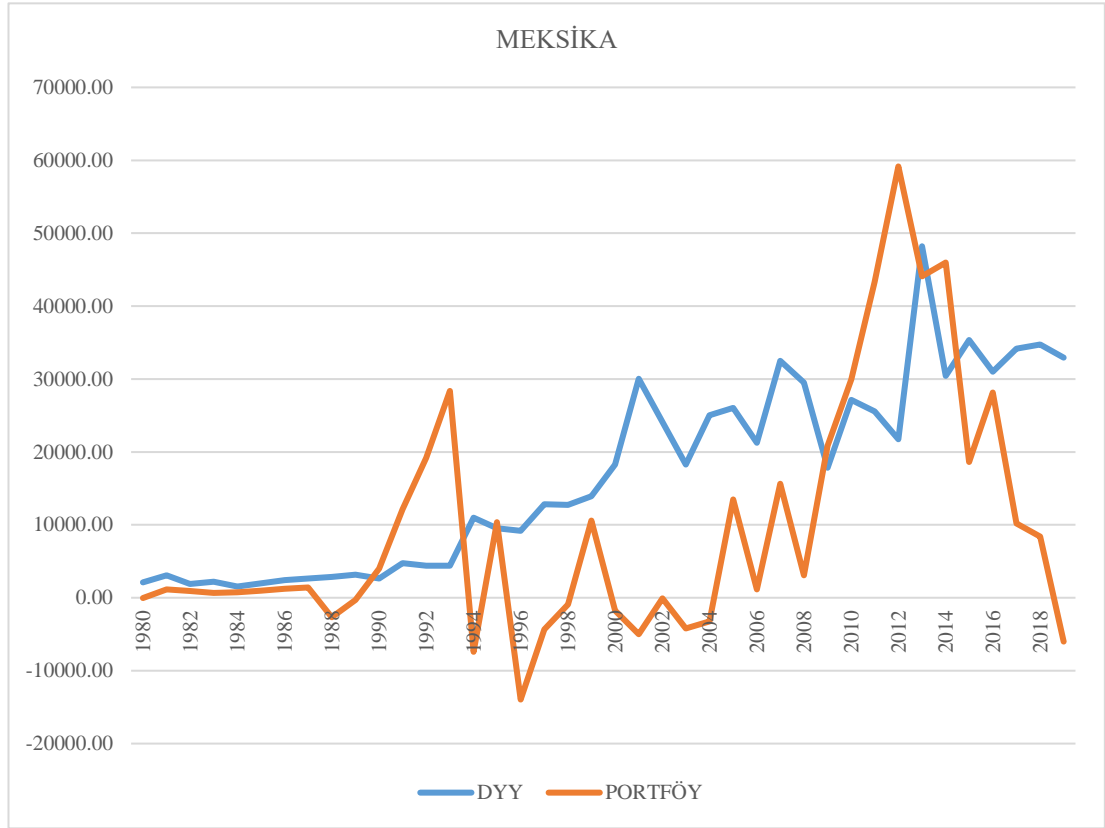
Tablo 3.8: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Meksika ekonomik göstergeleri (milyon usd)

YIL ARALIĞI	DYY	PORTFÖY	KİŞİ BAŞI GSYİH (usd)	CARİ AÇIK / FAZLA	ENFLASYON	İŞSİZLİK
1980-1984	2.161,62	689,20	3.245,31	-4.500,40	%58,99	%56,10
1985-1989	2.614,88	126,80	2.564,28	-905,80	%82,00	%81,98
1990-1994	5.429,77	11.253,72	4.808,73	-19.968,62	%16,31	%16,34
1995-1999	11.648,62	353,00	5.053,57	-8.348,30	%24,50	%24,50
2000-2004	23.138,01	-2.865,02	7.371,08	-13.348,59	%6,03	%6,02
2005-2009	25.427,53	10.844,06	9.001,63	-9.420,41	%4,40	%4,40
2010-2014	30.613,96	44.503,10	10.272,83	-18.472,57	%3,90	%3,90
2015-2019	33.634,59	11.864,50	9.447,16	-21.061,11	%4,02	%4,00

Kaynak: IMF, BIS, UNCTAD, Word Bank Data, ILO

Grafik 3.8 kırılğan bir ülke haline gelen Meksika’da meydana gelen DYY ve portföy yatırımlarının şematik dağılımını göstermektedir. 90’lı yıllara kadar denetimli ekonomi politikasını uygulayan Meksika’da 1980-1990 arasında DYY ve portföy yatırımlarında çok fazla dalgalanma olmamıştır. Portföy yatırımlarında ilk sıçrayış 1989-1993 aralığında olmuştur. 1989 yılında ülkeden 298 milyon usd portföy çıkışı olurken 1993 yılında 28.4 milyar usd portföy girişi gerçekleşmiştir. Bu yüksek girişin 1994’te 7.5 milyar usd portföy çıkışı seviyelerine düşmesi ülkeyi krize sürüklemiştir. Kriz sonrası yıllarda dalgalanma artmış ve ülkeye gelen yatırımlarda zaman içerisinde artış ve azalış sergilenmiştir. Ülkeye gelen en fazla portföy yatırımı 2012 yılında 59.2 milyar usd olarak gerçekleşmiştir. Bu yıldan sonra sürekli azalan yatırımlar 2019 yılında 6 milyar usd çıkışıyla sıfırın altına düşmüştür. DYY grafiğine bakıldığında ise 2001 yılına kadar istikrarlı bir biçimde artış görünmektedir. 2001 yılında toplam DYY 30 milyar usd olurken aynı yıl Arjantin krizinin etkisiyle azalmaya başlamış ve 2003 yılında 18.3 milyar usd seviyelerine gerilemiştir. En yüksek DYY seviyeleri 2013 yılında 48.2 milyar usd olarak kayda geçmiştir.

Grafik 3.8: 1980-2019 arası Meksika'ya gelen DYY ve portföy yatırımları



Kaynak: UNCTAD, Word Bank Data

3.1.9 Rusya

1991 yılında SSCB'nin dağılmasıyla kurulan Rusya'da 1992-2019 yılları arasındaki ekonomik göstergeler ile yatırımlar arasında ilişki Tablo 3.9 da sergilenmektedir. Kurulduğu andan itibaren finansal serbestleşme ve özelleştirme akımlarını ekonominin temelleri olarak uygulayan ülkede zaman içerisinde yatırımların seviyeleri artmıştır. Gelen yatırımlar ülkenin sürekli cari fazla vermesinde oldukça etkili olmuştur. 1992-1996 aralığında ortalama 1.5 milyar usd DYY ülkeye girerken cari fazla ortalama 7.6 milyar usd olmuştur. Sadece 2018 yılında ise toplam DYY 13.3 milyar usd olurken cari fazla 115.7 milyar usd ile zirve seviyelerini görmüştür. Aynı doğrultuda yabancı sermaye yatırımları kişi başı GSYİH artırdığı da tabloda açıkça görülmektedir. 1997-2001 aralığında ortalama kişi başı GSYİH 1.972 usd iken 2012-2016 aralığında 12.760 usd olarak gerçekleşmiştir. Aynı dilimlerde yabancı yatırımların da 3.2 milyar usd seviyelerinden 32.3 milyar usd seviyelerine çıkması ekonomiye olan olumlu katkısını gözler önüne sermektedir.

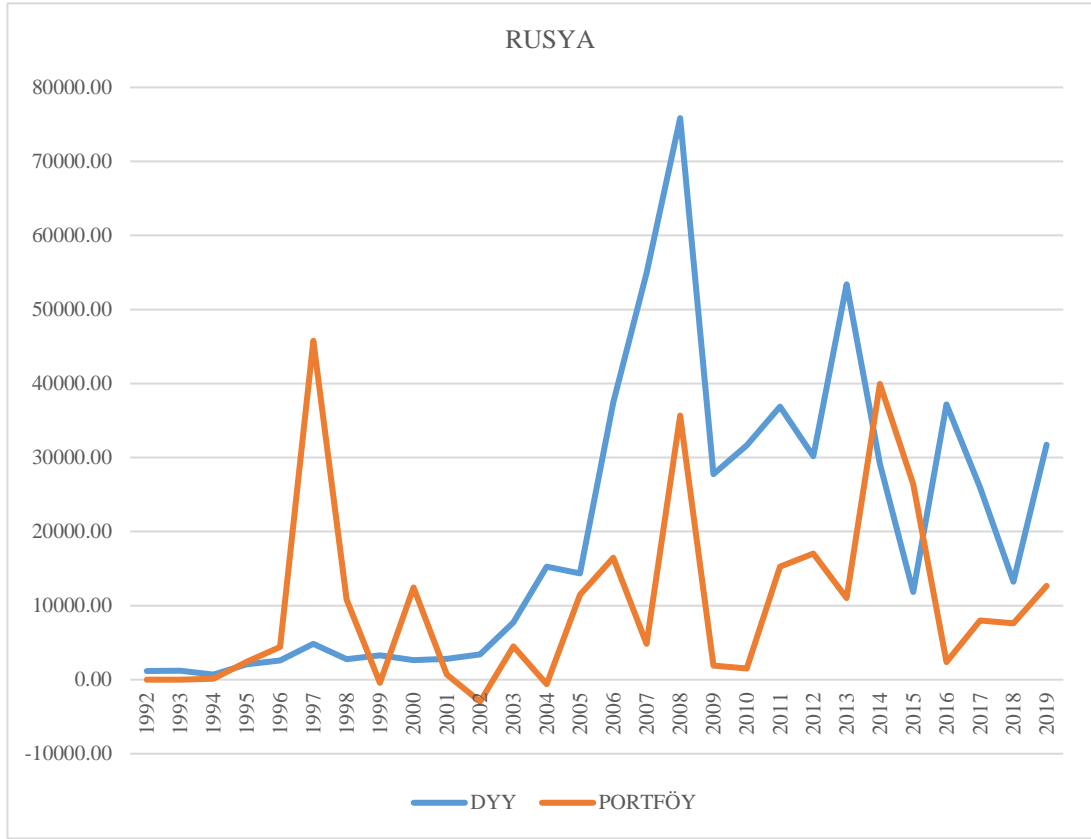
Tablo 3.9: 1992-2019 arası Rusya ekonomik göstergeleri (milyon usd)

YIL ARALIĞI	DYY	PORTFÖY	KİŞİ BAŞI GSYİH (usd)	CARİ AÇIK / FAZLA	ENFLASYON	İŞSİZLİK
1992-1996	1.541,28	2.321,40	2.916,50	7.632,26	%583,51	%356,78
1997-2001	3.274,26	13.865,60	1.971,90	19.905,49	%34,09	%34,10
2002-2006	15.656,03	5.773,66	4.376,65	59.173,04	%12,54	%12,56
2007-2011	45.413,11	11.840,46	10.898,33	78.247,64	%10,01	%9,98
2012-2016	32.354,01	19.354,10	12.759,66	50.893,83	%8,45	%8,44
2017	25.953,54	7.982,80	10.866,77	32.178,63	%3,68	%3,70
2018	13.227,64	7.593,20	11.394,14	115.679,87	%2,88	%2,90
2019	31.735,14	12.686,30	11.661,71	65.337,16	%4,47	%4,50

Kaynak: IMF, BIS, UNCTAD, Word Bank Data, ILO

Grafik 3.9 a bakıldığında Rusya'nın kurulduğu günden 2019 yılına kadar olan DYY ve portföy yatırımlarının dağılımı gösterilmektedir. Portföy yatırımlarında 1996 yılında 4.4 milyar usd seviyelerinden 1997 yılında 45.8 milyar usd seviyelerine çıkarak zirveye ulaşmıştır. Bu yatırımdaki ciddi artışın arkasındaki en büyük etmen kuşkusuz Asya krizi sıralarında finansal yatırımcıların güvenli liman aramaları ve Rusya'yı tercih etmeleridir. Fakat gelen bu yatırımın hızla ülkeyi terk etmesi 1998 yılında 10.8 milyar usd seviyelerine düşmüş ve ülkeyi krize sürüklemiştir. Bunun etkisiyle 1999 yılında ülkeden 444 milyon usd portföy çıkışı gerçekleşmiştir. Sonrasında dalgalanmalar başlamış ve 2004 yılından sonra DYY ile paralel olarak hareket etmiştir. DYY dağılımına bakıldığında 1991 yılında kurulmuş olmanın etkisiyle kendini finansal piyasalara tanıtmaya çalışan Rusya'da yatırımlar 2003 yılına kadar yatay bir görünüm sergilemektedir. 2003 yılında toplam DYY 7.7 milyar usd olurken 2004 yılında yaklaşık 2 kat artarak 15.3 milyar usd olmuştur. 2008 yılına kadar sürekli artış gösteren DYY bu yıl zirve seviyelerine 75.9 milyar usd ile ulaşmıştır. Küresel krizin etkisiyle ülkeye gelen DYY'de ciddi düşüşler olmuştur. 2009 yılında toplam gelen DYY 27.8 milyar usd ye gerilemiştir.

Grafik 3.9: 1992-2019 arası Rusya'ya gelen DYY ve portföy yatırımları



Kaynak: UNCTAD, Word Bank Data

3.1.10 Güney Afrika

Afrika kıtasının en büyük ekonomisi olan Güney Afrika cari açık vererek ve sanayiye dayalı ekonomi politikasıyla dünya ekonomisine olumlu katkı yapmaktadır. Tablo 3.10 da Güney Afrika'ya gelen yabancı yatırımların ülke ekonomisi üzerindeki etkileri gösterilmektedir. BRICS üyeleri içinde en az yatırımı çeken ülkede 1980-1984 yılları arasında portföy yatırımlarının çok düşük seviyelerde olmasından kaynaklı olarak resmi kaynaklarda izlenmemiştir. Aynı yıl aralığında DYY yaklaşık 175 milyon usd iken ülke GSYİH 83 milyar usd olarak gerçekleşmiştir. 2015-2019 aralığına gelindiğinde ise ortalama DYY 3.2 milyar usd seviyelerine çıkarken GSYİH 336 milyar usd seviyelerine çıkmıştır. Buradan hareketle ülkeye gelen yatırımların ülke ekonomisinin büyümesine olumlu katkı yaptığını söyleyebiliriz. Diğer yandan liberalleşmenin başladığı yıllarda enflasyon yüksek seviyelerdeyken gelen yatırımların artmasıyla zaman içinde enflasyon seviyeleri de düşmüştür.

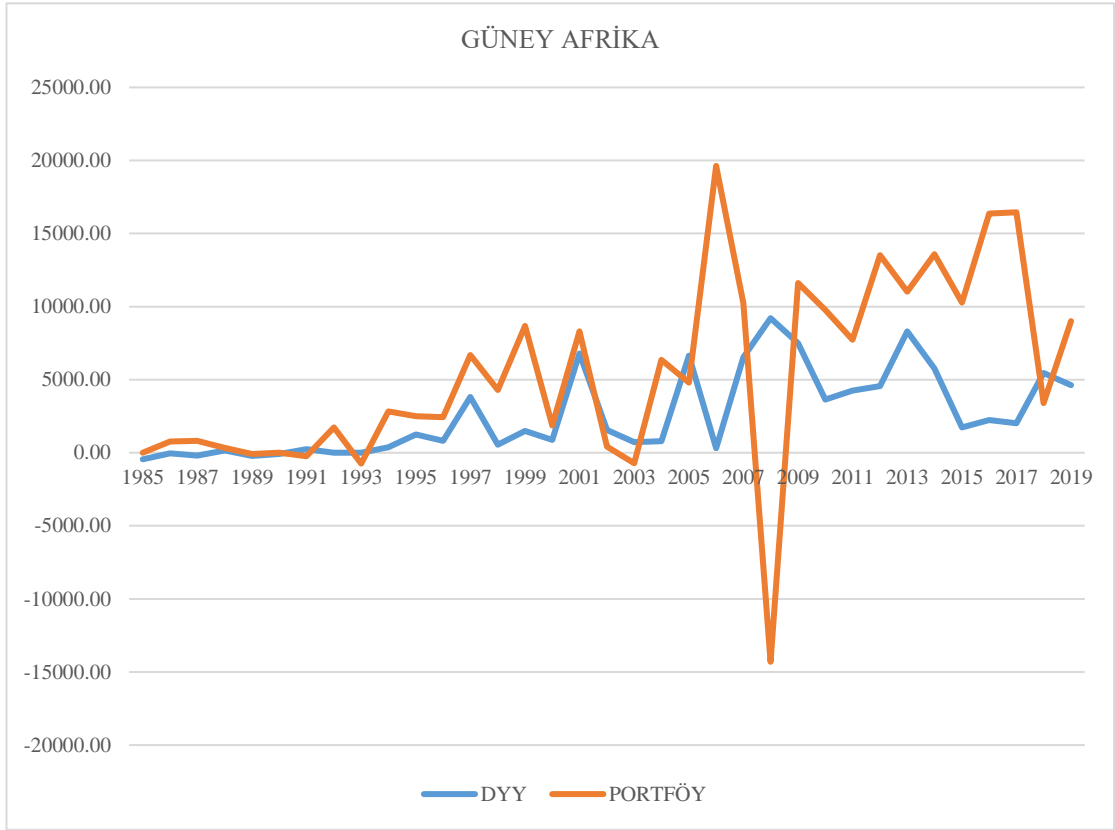
Tablo 3.10: 1980-2019 arası 5 yıllık ortalamalarla Güney Afrika ekonomik göstergeleri (milyon usd)

YIL ARALIĞI	DYY	PORTFÖY	GSYİH	KİŞİ BAŞI GSYİH (usd)	CARİ AÇIK / FAZLA	ENFLASYON
1980-1984	174,96	-	83.121,84	2.760,47	-1.523,56	%15,72
1985-1989	-146,64	368,14	82.632,03	2.396,69	2.832,72	%15,72
1990-1994	112,57	717,80	131.048,79	3.384,60	1.552,73	%12,44
1995-1999	1.588,03	4.920,62	146.012,34	3.406,28	-1.854,64	%7,34
2000-2004	2.154,42	3.243,74	155.440,86	3.357,21	-1.358,77	%5,10
2005-2009	6.041,53	6.399,30	282.306,30	5.740,97	-12.115,98	%5,76
2010-2014	5.301,61	11.122,16	381.075,45	7.219,09	-14.846,01	%5,34
2015-2019	3.209,35	11.103,56	336.515,54	5.900,13	-11.177,00	%4,98

Kaynak: IMF, BIS, UNCTAD, Word Bank Data

Yatırım teşvikleri sayesinde gelen yatırımların zamanla artması sonucu Güney Afrika'da meydana gelen DYY ve portföy yatırımlarının 1985-2019 arası yıllara göre hareketi Grafik 3.10 da gösterilmiştir. Portföy yatırımları 1991 yılına kadar yatay bir görünüm sergilerken bu yıldan sonra hafif olarak dalgalanmaya başlamıştır. 1995-1999 aralığında artış gösteren portföy yatırımları 1999 yılında toplam 8.7 milyar usd olarak gerçekleşmiştir. Tamamen istikrarsız hareket eden yatırımlarda 2003 yılında ülkeden 723 milyon usd portföy çıkışı gerçekleşmiştir. Sonrasında 2006 yılına kadar düzenli artış olmuş ve 2006 yılında en yüksek seviyeleri 19.6 milyar usd olarak görmüştür. 2008 küresel krizinin etkisiyle ülkeden ciddi anlamda portföy çıkışı olmuş ve ilgili yılda 14.3 milyar usd portföy ülkeyi hızla terk etmiştir. DYY dağılımına bakıldığında ise 1997 yılına kadar gayet sakin bir ivmelenme olduğu göze çarpmaktadır. 1997 Asya krizinde uzak doğu ülkelerini terk eden yabancı yatırımcıların kısmen Güney Afrika'yı tercih ettiği söylenebilir. 1997 yılında ülkeye 3.9 milyar usd DYY gelmiştir. 2008 krizinde de aynı durum yaşanmış ve yıl içinde toplam 9.2 milyar usd DYY çeken Güney Afrika en yüksek seviyeleri bu yıl görmüştür.

Grafik 3.10: 1985-2019 arası Güney Afrika'ya gelen DYY ve portföy yatırımları



Kaynak: UNCTAD, Word Bank Data

3.2 Dönemler İtibariyle Türkiye'de Sermaye Akımları

Türkiye'de gelişen sermaye akımlarının tarihçesini incelemeden önce Osmanlı'nın son dönemlerindeki ekonomik durumuna bakmakta fayda olacaktır. Osmanlı Devleti tarihindeki ilk dış borcu 24 Ağustos 1854 yılında Kırım Savaşı'nı finanse etmek için Londra piyasasından almıştır. Bu tarihe kadar Osmanlı dış borcu bulunmayan, dış sermayeyi ülkedeki piyasalara almayan nadir devletlerden birisi durumundaydı.

Osmanlı dış borçlarının ülkelere göre dağılımı da oldukça göze çarpmaktadır. 1881 yılındaki dış sermayenin ülkedeki durumu incelendiğinde Fransa'nın %40 ile en büyük paya sahip olduğu görülmektedir. İngiltere ise %29 ile ikinci büyük paya sahipti. Hollanda %7.60 ile üçüncü Almanya ise %4.70 ile dördüncü büyük paya sahipti. İtalya %2.60, Avusturya-Macaristan %0.97 paya sahip diğer ülkelerdi. 1881 yılından sonra ise bu oranlar ciddi biçimde değişmiştir. 1914 yılındaki dış borç

dağılımı Fransa %53, Almanya %21, İngiltere %14 şeklindedir. Almanya'nın oranının ciddi biçimde artması I. Dünya Savaşı'na Almanya ile birlikte girmemizin nedenlerinden biridir (Gürsel, 1999).

3.2.1 1923-1950 Arası Türkiye'de Sermaye Akımları

1923 yılında gerçekleştirilen İzmir İktisat Kongresi'nde Cumhuriyet'in iktisadi politikaları şekillenmeye başladı. Kongrede yabancı sermayeye karşı olunmadığı, Türkiye'nin belirlediği kurallara uyulması şartı ile sermayenin ülkeye girebileceği mesajı verilmişti. Türkiye'nin tamamen dışa kapalı, sadece milli bir ekonomi izlemesi ülkenin hızlı kalkınma planlarına engel olacaktı. Bu sebeple ülkenin hızlı bir kalkınma yapması ve sağlam ekonomik temeller üzerine kurulması için yabancı sermaye şarttı.

1923 yılında Türkiye'deki yabancı sermaye tutarı 60.000.000 sterlinden fazlaydı, bunun da %60'ından fazlası demiryolu şirketlerine aitti. Diğer taraftan yabancı sermayenin yaklaşık yarısı (%45) Alman şirketlerine aitti.

Tablo 3.11 de Türkiye'nin kuruluş yılındaki yabancı sermayenin sektörel dağılımı ve yatırım tutarları milyon sterlin cinsinden gösterilmektedir. Tabloda göze çarpan ilk durum kuşkusuz ulaşım verilen önemin ve gelen sermayenin ulaşım altyapısına yönlendirilmesidir. Diğer taraftan bankacılık alanında ciddi yabancı sermaye çekilerek ülke güçlü ekonomik temeller üzerine inşa edilmeye çalışılmaktadır. O yıllarda sermaye yatırımları tamamen hizmet ve kalkınma odaklı olduğundan yeteri kadar beklenti karşılanamadı.

Tablo 3.11 1923 Yılında Türkiye'de yabancı sermayenin sektörel dağılımı

EKONOMİK KESİMLER	KURULUŞLARIN SAYISI	YATIRIM (MİLYON STERLİN)	TOPLAM YABANCI SERMAYE DAĞILIMI %
Demir yolları	7	39.2	%62
Bankalar	23	10.2	%16
Liman İşletmeleri (Belediye Hizmetleri)	11	5.0	%8
Ticaret	35	3.6	%6
Madencilik	6	3.0	%5
İmalat	12	2.4	%3
Toplam	94	63.4	%100

Kaynak: Yahya Sezai Tezel, Cumhuriyet Tarihinin İktisadi Tarihi, Yurt Yayınevi,

1986, S.96

1930'lu yıllar devletçi ekonomi politikasının kendini daha çok göstermeye başladığı yıllardı. 1930'lu yıllara kadar özel sermayeye yapılan her türlü teşvik ve desteklere rağmen istenilen yabancı yatırım ve yerel yatırım çekilememiş ve beklenen sonuçlara ulaşılamamıştı. Ülkenin kalkınması için devletin ekonomik hayatta kendini daha çok göstererek yabancı sermaye odaklı yaklaşımdan vazgeçmesi gerekiyordu. Böylelikle 1930'lu yıllardan sonra ekonomi politikasında devletçilik ilkesi benimsenerek ithalat ve ihracat artırılmaya çalışıldı (Boratav, 1982).

1930-1939 yılları arasında Türkiye başarılı bir şekilde devletçi politika uyguluyordu. Bu dönemde yatırımların çoğu devlet eliyle yapılıyordu. Fakat 2. Dünya Savaşı döneminde işler değişmişti. Savaş ekonomisi kuralları Türkiye için de doğrudan etkili olmuştu. Bu dönemde Türkiye'nin savaşa girme ihtimaline karşı genç nüfusun büyük bir bölümü askere alınmış, bu sebepten üretim gücü ciddi anlamda düşmüştür. Bu düşüşten en büyük payı tarım sektörü almıştır. Bunların dışında ülke gelirlerinin önemli bir kısmı savunma harcamalarına yönelmiş, dış yatırımlar tamamen durma noktasına gelmiştir (Karakoyunlu, 1981).

Savaş sonrası Türkiye yıkılan ekonomiyi yeniden canlandırmak ve küreselleşme akımına katılma amacıyla toplanan Bretton Woods konferansında bulunmuş ve konferansın iki temel kuruluşu olan Dünya Bankası ve IMF (Uluslararası Para Fonu) 'ye Şubat 1947'de üye olmuştur. Bunların dışında yine 2. Dünya Savaşı sonrası kurulan OECD (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü) ve NATO (Kuzey Atlantik Paktı)' ya da üye olmuştur. Türkiye tüm bu kuruluşlara katılarak dış yatırımları ülkeye çekmeyi amaçlamıştır.

Bu dönemin en önemli yabancı sermaye yatırımını General Electric yapmıştır. Şirketin kuruluş aşamasında sermayesi 3 milyon lira olmakla birlikte, şirketlerin ilk ortakları Türkiye İş Bankası, International General Electric Company, Vehbi Koç, Fazıl Öziş ve Türk Tecim Anonim Sosyetesiydi (Özkan, 2018).

3.2.2 1950-1960 Arası Türkiye'de Sermaye Akımları

2. Dünya Savaşı'nın ardından tüm dünya ekonomik anlamda ciddi bir değişime girdi. Özellikle 1950'li yıllardan itibaren değişim daha da hızlandı. 1929 ekonomik buhranından sonra kapitalizmin bittiği yönündeki savlar sıkça gündeme geldiyse de 1950'li yıllardan sonra bu iddialar çürütülmüştür. IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar serbest ekonomiyi hâkim kılacak politikalar izlemiş ve özel sermayenin

serbest bırakılarak dolaşımı önündeki engellerin kaldırılmasını tüm ülkelere tavsiye etmiştir.

Türkiye kurulduğu günden itibaren yabancı yatırımları çekmede bir türlü istediği başarıyı elde edemedi. 1950’li yıllarda siyasi konjonktür değişince yabancı sermaye ülkede bir numaralı gündem haline gelmiştir. Bu dönemde yabancı sermayeyi çekmek adına çeşitli yasalar, reformlar düzenlenmiştir.

- Bu düzenlemelerden ilki 1950 yılında çıkarılan 5583 sayılı “Hazinece özel girişimlere kefil olunmasına ve döviz taahhüdünde bulunulmasına dair Kanun” dur. Bu kanun özel sektöre dövizle borçlanma olanağı getirmiştir. Fakat bu kanun yürürlüğü girdiği tarihten 1 yıl sonra kaldırılmıştır.
- 8 Eylül 1951’de kabul edilen ve yasalaşan 5821 sayılı Yabancı Sermaye Yatırımlarını Teşvik Kanun’u yürürlüğe girdi. Yasaya göre yabancı yatırım, Türk özel sermayesindeki açık, tekeli ve imtiyazsız işletmeler için yönlendirilecek; sanayi, enerji, madencilik, turizm ve ulaşımda kullanılacaktır. Yine aynı kanun uyarınca yabancı sermayenin kar transferi yıllık olarak %10’u geçmeyecektir. Fakat bu kanun da istenen sonucu vermedi.
- 18 Ocak 1954’de 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanun’u çıkarıldı. Bu kanunla o güne kadar istenilen düzeyde çekilemeyen yabancı yatırımları artırmak amaçlanıyordu. Kanuna göre ülkenin ekonomik büyümesine katkıda bulunmak amacıyla halka açık olan her sektörde yabancı sermayeye çalışma imkânı tanınmıştır. Kanun yerli teşebbüslere tanınan fırsatların aynısını yabancı sermayeli firmalara da tanımıştır.

1950-1960 arasındaki dönemde çıkarılan teşvikler ve kanunlarla Türkiye’ye ciddi ölçüde yabancı sermaye çekilmiştir. Bu dönemde yatırım amacıyla Türkiye’yi tercih eden bazı şirketler şunlardır: Unilever, Türk Traktör (Amerikalı şirket Minneapolis Moline sermayeli), Ford Motor Company, İPRAŞ (Amerikalı şirket Caltex sermayeli), ATAŞ (Mobil Oil, Caltex, Shell, BP sermayeli).

3.2.3 1960-1970 Arası Türkiye’de Sermaye Akımları

1960 yılında atılan en önemli adımlardan birisi DPT (Devlet Planlama Teşkilatı) ‘nin kurulmasıydı. DPT, Türkiye’nin ilk Beş Yıllık Kalkınma Planı 1963’te (1963-1967) uygulamaya koymuştur. Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı’nda yabancı

sermayenin teşviki için “Teşvik Tedbirleri” yer almıştır. Bu program kapsamında söz konusu dönemde yabancı sermayeyi çekmek için mevcut hukuki şartların yeterli olmadığı bu konuda düzenlemeler yapılması gerektiği ve devletin de yabancı sermayenin gelmesinde ortaya çıkan yönetsel zorlukları azaltmak üzere gerekli önlemleri alması üzerinde durulmuştur. Yabancı sermayenin ülkeye gelmesi için dış temsilciliklerin de tüm imkânlardan faydalanarak aktif rol alması sağlanmıştır. Gelen yabancı sermayeye Türk şirketleri ile tamamen aynı haklar tanınarak, yabancı şirketlere haksız rekabete karşı güven vererek hukuki açıdan gerekli ortam sağlanmıştır (DPT, 1963).

1968 yılında çıkarılan İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı’nda amaçlanan hedef ise ekonominin gelişme hızının yerli kaynaklarla sağlanabilmesi nedeniyle yabancı yatırımlara bir takım kısıtlamalar getirmektir. Bu doğrultuda bazı temel ilkeler uygulamaya konulmuştur (DPT, 1968).

- Ekonomik alanlarda özellikle doğal ve milli kaynaklara özgü alanlarda ithalata öncelik verilerek kısıtlı döviz rezervleri en verimli biçimde kullanılarak yabancı yatırıma bağıllık azaltılacaktır.
- Daha önceki yıllarda yatırım amacıyla yurtdışı kaynaklardan alınmış kredilerden kaynaklı meydana gelen borç ve faiz ödemelerinin sürdürülmesi ve yatırımlar için gerekli iç kaynakların yetersizliği durumunda yeniden dış kaynaklara başvurulacaktır. Ancak yabancı yatırım olarak, düşük faiz ve uzun vadeli kalkınma şartları göz önünde bulundurulacaktır.
- Yabancı sermayeye artı tasarruf, döviz ve teknoloji kaynağı olarak önem verilecektir. Yabancı sermaye Türk girişimcilerin eksik bilgi, yetersiz tecrübe ve sermaye sebepleriyle girişimde bulunamadığı sanayi alanlarına çekilecektir.
- Plana veya programa yansıtılmayan tüketim eğilimlerini teşvik etmek için yabancı sermaye girişine izin verilmemektedir.

Tablo 3.12 de 1963-1970 arası ülkenin ekonomik durumu genel hatlarıyla gösterilmektedir. Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı ve İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı arasındaki radikal kararların gelen yabancı sermayeye etkisi belirgin biçimde dikkat çekmektedir. Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı’nda alınan kararlar neticesinde beklenen yabancı yatırımlarda ciddi bir artış yaşanmazken İkinci Beş Yıllık Kalkınma

Planı'nda alınan kararlar neticesinde 1968 yılında gelen yabancı yatırım tutarı 13 milyon usd iken 1970 yılında 58 milyon usd seviyelerine çıkarak yaklaşık %445'lik bir artış olmuştur. Bir diğer dikkat çeken veri ise ithalata bağlı büyüme gerçekleşirken cari dış ticaret dengesi de artmıştır.

Tablo 3.12 1963-1970 Arası Yabancı Sermaye ve Ticaret Verileri (Milyon Usd)

YIL	YABANCI YATIRIM	İHRACAT	İTHALAT	TİCARET DENGESİ
1963	21	368	688	-320
1964	24	411	537	-126
1965	22	464	572	-108
1966	30	490	718	-228
1967	17	523	685	-162
1968	13	496	764	-268
1969	24	537	801	-264
1970	58	568	948	-380

Kaynak: T.C. Başbakanlık DPT Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı, s.52, 1973

1960-1970 arası yabancı sermaye ile ilgili en önemli nokta uluslararası ticareti geliştirmek amacıyla çeşitli politikalar izlenmiştir. Bu bağlamda özellikle az gelişmiş ülke mallarının ihracatını artırmak amacıyla kurulan UNCTAD (Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı) ile işbirliği içinde olunmuş ve ihracatı teşvik eden politikalar izlenmiştir. Diğer taraftan uzun süredir ilişki içinde olunan IMF ve OECD ile bağlar daha da kuvvetlendirilmiştir. Ekonomik bunalım ve ödemeler dengesinde sıkıntı yaşandığı zamanlarda ilk olarak bu kuruluşlardan destek alınmıştır.

3.2.4 1970-1980 Arası Türkiye'de Sermaye Akımları

1970 sonrası dönemde Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı çerçevesinde dışa bağımlılığın azaltılması ilkesi hâkim olmuştur. Yabancı sermayeyi teşvik edici kanun çerçevesinde yabancı yatırıma izin verilirken bazı politikalar belirlenmiştir (DPT, 1973).

- Gelecek olan yabancı yatırımlarda uluslararası rekabet olanağına sahip olma şartı aranacaktır.
- Yabancı yatırım yapan şirketin yatırımdan sonra piyasada tek el yaratmamasına, manipülasyon yapmamasına önem gösterilecektir.

- Yabancı sermayenin yurt içinden sağlanamayan bir teknoloji getirmesi ön planda tutulacaktır. Fakat bu yatırımın ihracata yönelik olması durumunda bu karar esnetilebilecektir.
- Yatırım yapmasına izin verilecek olan şirkete ihracat şartı konulacaktır. Fakat bu şirketin mali durumları da göz önünde bulundurularak mümkün olabilecek bir miktar olacaktır.
- Turizm sektöründe yabancı sermaye yatırımları yabancı turistlere yönelik olacaktır. Yabancı yatırımın sıfırdan tesis kurma şeklinde olması şartı konulmuş, tamamlanmış tesislerin mülkiyetinin yabancı şirketlere devrine izin verilmemesi kararlaştırılmıştır.

1979-1983 yılları arasındaki dönemleri içeren Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı, serbest politikalara geçilmeden, tamamen dışa açılım sürecine girmeden, önce uygulamaya konulan son politika metni olması özelliğiyle önem arz etmektedir. Bu planda yabancı sermayenin ülkeye girişini kolaylaştırmak ve ülke ekonomisine katkısını artırmak amaçlanmıştır. Diğer taraftan spekülative anlamda ilk sermaye hareketleri bu dönemde ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu doğrultuda Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda yabancı sermaye yatırımlarına ilişkin şu ilkeler benimsenmiştir (DPT, 1979).

- Yabancı sermayeli firmaların yatırım mali, hammadde ve ara malı alımlarına ilişkin ön fiyat denetimi yapılarak olası spekülative hareketlerin önüne geçilecektir.
- Turizm sektöründe, kamu turizmi ve dış turizme yönelik büyük ölçekli yatırımlar, özellikle fiziki planın tamamlandığı alanlarda teşvik edilecektir.
- Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı ile aynı doğrultuda gelecek olan yabancı sermaye yatırımlarında ileri teknoloji getirme koşulu aranmaya devam edecektir.
- Ödemeler dengesine olumlu katkıda bulunabilmek amacıyla yatırımcı şirketlerde belirli miktarlarda ihracat yapma koşulu aranacaktır.
- Yurtiçi tasarruf açığına olumlu katkı sağlamak ve sınırlı kredi kaynaklarını zor durumda bırakmamak için sermaye kullanımını ağırlıklı olarak yabancı yatırımın finansmanına odaklanacaktır.
- Dışa bağımlılığın azaltılması için üretimde yerli katkı oranının yüksek olması koşulu aranacaktır.

Sonuç olarak 1970-1980 arası dönemde yabancı yatırımları çekmek için çeşitli kanunlar çıkarılırken bu yatırımların denetime tabi tutulması, ülke ekonomisine zarar vermemesi ve spekülasyon hareketleri sergilememesine dikkat edilmiştir. Yabancı yatırımları ülkeye sokarken tüm bu kriterler göz önünde bulundurulmuş ve belli bir plan çerçevesinde ülkeye çekilmeye çalışılmıştır.

3.2.5 1980-1990 Arası Türkiye’de Sermaye Akımları

1980 sonrası dünyada hız kazanan küreselleşmeyle birlikte tüm ülkeler bu yapıya uyum sağlamak zorunda bırakıldı. Türkiye kötü ekonomik gidişatı durdurmak, ekonomide istikrarlı bir büyümeyi sağlamak, enflasyonu kontrol altına almak gibi dünya piyasaları ile bütünleşme niteliği barındıran “ekonomik istikrar programı” olarak da tanımlanan 24 Ocak 1980 Kararları ile serbest piyasa ekonomisine geçişte büyük adım atmıştır.

1980 yılından sonra Türkiye’ye gelen DYY’de ciddi oranda artışlar gerçekleşmiştir. Bu artışın altındaki temel sebep 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Kararları vardır. Bu kararlar Türkiye'nin dış politikası ile uyumludur ve ülkenin siyasi, ekonomik istikrarı tesis edilmiş, yabancı sermaye ve yabancı yatırım hareketi tam anlamıyla zayıflatılmamıştır.

Tablo 3.13 1980-1989 yılları arasında Türkiye’ye gelen DYY ve o yıllardaki Türkiye ekonomisine etkilerini göstermektedir. Liberalleşme akımına katılmadan önce Türk ekonomisi sürekli cari açık veren bir ülke konumundaydı. Dışa açılma sürecine girmenin etkisiyle ülkeye gelen DYY zaman içinde artış sergilemiş ve bu da cari açığın azalarak 1988 ve 1989 yılında cari fazla vermesine olumlu katkı yapmıştır. 1980 yılında toplam ihracat 3.6 milyar usd iken gelen yatırımların etkisiyle 1989 yılında 11.6 milyar usd seviyelerine çıkmış ve yaklaşık 3 kat artmıştır. Ülke ekonomisine olumlu katkıları olan yatırımların enflasyon ve işsizlik üzerinde de etkisi tabloda açıkça görülmektedir. 1980 yılında %93 enflasyon ve %94,30 olan işsizlik 1987 yılında yaklaşık 6,5 kat artan DYY nin etkisiyle %38 seviyelerine gerilemiştir. Bir diğer dikkat edilmesi gereken nokta ise GSYİH tutarındaki değişiktir. 1980 yılında 94.7 milyar usd olan GSYİH, 1989 yılında gelen yatırımlarla birlikte 147.5 milyar usd seviyelerine çıkmıştır.

Tablo 3.13: 1980-1989 arası Türkiye ekonomik göstergeleri ve DYY ilişkisi (milyon usd)

YIL	DYY	GSYİH	KİŞİ BAŞI GSYİH (usd)	İHRACAT	CARİ AÇIK / FAZLA	ENFLASYON	İŞSİZLİK
1980	18,00	94.702,53	2.153,51	3.621,00	-3.408,00	%93,00	%94,30
1981	95,00	97.794,12	2.173,76	5.967,00	-1.936,00	%37,61	%37,60
1982	55,00	88.852,61	1.930,51	7.808,00	-952,00	%29,14	%29,10
1983	46,00	84.907,56	1.803,72	7.844,00	-1.923,00	%31,39	%31,40
1984	113,00	82.582,27	1.716,38	9.609,00	-1.439,00	%48,39	%48,40
1985	99,00	92.554,35	1.883,72	11.119,00	-1.013,00	%44,96	%45,00
1986	125,00	104.246,35	2.079,58	10.580,00	-1.465,00	%34,61	%34,60
1987	115,00	119.995,99	2.348,22	10.190,00	-806,00	%38,86	%38,90
1988	354,00	125.068,43	2.402,68	11.662,00	1.596,00	%68,81	%68,80
1989	663,00	147.493,74	2.783,30	11.625,00	938,00	%63,27	%63,30

Kaynak: TCMB EVDS, TÜİK, Word Bank Data

24 Ocak 1980 tarihli ekonomik kararlılık önlemleri kapsamında yabancı sermaye hareketlerini de içeren düzenlemeler yapılmıştır. 25 Ocak 1980 tarihli 8/168 sayılı “Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi” ile Türkiye’ye yabancı sermaye girişi teşvik edilmiştir. Bu doğrultuda 24 Ocak kararlarının ana hatları aşağıdaki gibidir (Tüleykan vd. 2016).

- Dış ticaret kısıtlamaları azaltılmış, kâr transferlerinde kolaylık sağlanmıştır.
- Ekonomiye devlet katılımını azaltmak ve tarımsal uygulamalara paralel olarak tarımsal ürünlerin alımını sınırlandırmak için önlemler alınmıştır.
- %32,7 oranında değer düşürme (devalüasyon) yapılmış ve günlük kur ilanı uygulamasına gidilmiştir.
- Sübvansiyonlar gübre, enerji ve ulaştırma ile sınırlandırılmış diğerleri kaldırılmıştır.
- Yurtdışı müteahhitlik hizmetleri desteklenmiştir.
- İthalat kısıtlamaları aşamalı olarak kaldırılmış, ihracat ise vergi iadesi, düşük faizli kredi, ihracatı ithal girdiye bağlı ithalatçılara ithal girdide gümrük muafiyeti ile teşvik edilmiştir.

24 Ocak 1980 tarihinde atılan bu adımlar ile gerçekleşmesi planlanan temel hedefler ise maddeler halinde aşağıdaki gibi belirtilebilir (Tüleykan vd. 2016).

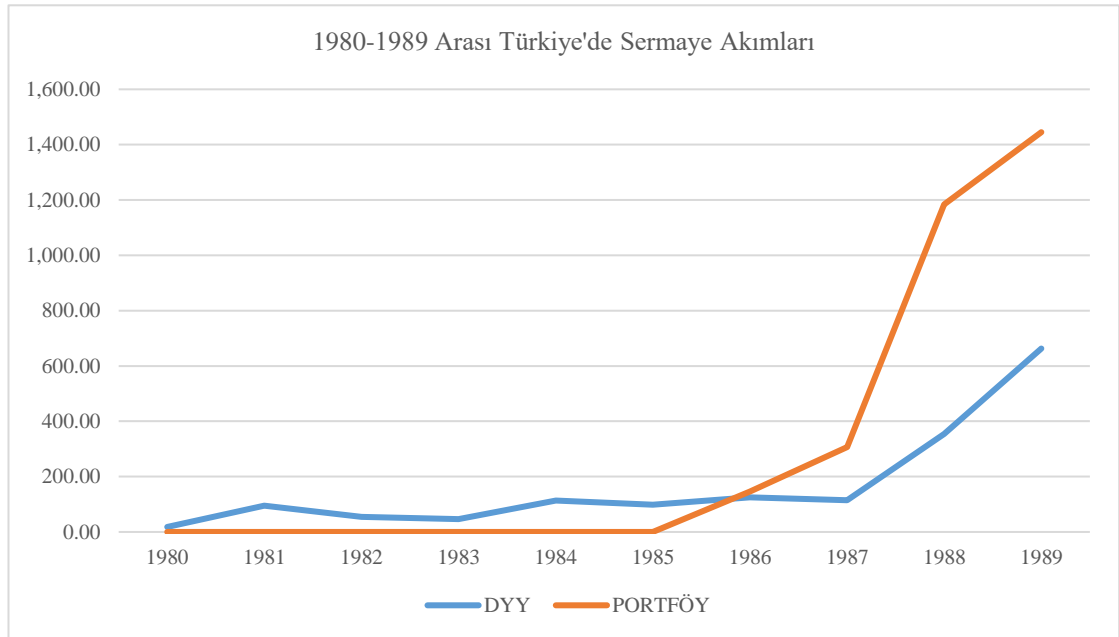
- Ülkede işsizliği azaltmak ve ekonomide büyümeyi sağlamak amacı ile daha fazla yabancı yatırım yapılmasını sağlamak,
- Üç hanelere ulaşan enflasyonun kontrol edilmesi ve oldukça hızlı biçimde düşürülmesi,
- Gerçekçi kur politikasının uygulamaya konulmasının ve böylece döviz gelirlerinin artırılması ile ödemeler dengesinin iyileştirilmesi,
- Sanayi ürünlerinin ihracatına ağırlık verilmesi ve teşvik edici tedbirler alınması,
- Yastık altı tasarrufları finansal piyasalara çekmek ve böylece tasarruf oranını artırmak amacı ile faiz oranlarını serbest bırakmak,
- Fiyat denetimlerinin kaldırılması ile fiyatların piyasadaki arz ve talebe göre belirlenmesini sağlamak,
- Devletin ekonomideki politikalarının ve ekonomiye müdahalelerinin en aza indirilmesi,
- Vergi politikalarında köklü reformlar yapılarak, ülkenin vergi gelirlerinin artırılması ve vergilemede adaletin sağlanması.

1980 istikrar programı, iç piyasaya dayalı ithal ikameci kalkınma politikalarından, dışa yönelik kalkınma stratejisine doğru önemli bir gelişme kaydederken, ticaret ve sermaye hareketleri liberasyonuna geçişi de mümkün hale getirmiştir. Türk lirasının konvertibilitesinin sağlanması, bu gelişmenin en önemli kanıtıdır. 29.12.1983 tarihinde yürürlüğe konan 28 Sayılı Karar Türk Kambiyo rejiminin en önemli bir gelişmesi olmaktadır. Daha sonra 30 Sayılı Karar'a dönüştürülen ve 02.07.1984' de yayımlanan bu kararlar, kambiyo rejiminin liberasyonuna ilişkin önemli adımlar atılmıştır. Daha sonra getirilen 32 Sayılı Karar ve bu kararda değişiklik yapan 25.12.1990 tarihli ek karar ile daha ileri bir liberasyon sağlanarak gerek konvertibiliteye geçiş, gerekse sermaye hareketleri konusunda elverişli bir ortam oluşturulmuştur (Aslan, 1997).

Türkiye uyguladığı finansal dışa açılma politikası kapsamında, 1987 yılından itibaren eurotahvil piyasasından borçlanmaya başlamıştır. 26 Şubat 1987'de Commerzbank önderliğinde bir konsorsiyum aracılığıyla 125 milyon dolar tutarında, 22 Aralık 1988'de ise Bankers Trust öncülüğündeki bir konsorsiyum aracılığıyla da 150 milyon dolar değerinde tahvil ihracı gerçekleştirmiştir.

Grafik 3.11 1980-1989 yılları arasındaki DYY ve portföy yatırımlarının değişimini göstermektedir. 1984 yılında kambiyo kısıtlamasının kaldırılmasının ilk adımlarına istinaden Türkiye'ye 1985 yılından itibaren portföy yatırımları gelmeye başlamıştır. Bu karar değişimi kısa sürede uluslararası finansal piyasaların dikkatini çekmiş ve yatırımcılar Türkiye pazarına yavaş yavaş girmeye başlamışlardır. 1987 yılında Türkiye'ye gelen yatırım 307 milyon usd iken 1988 yılında yaklaşık 4 kat artmış ve 1.2 milyar usd seviyelerine çıkmıştır. 1989'de çıkarılan yasa ile tamamen finansal serbestleşmeye geçen Türkiye'ye 1989 yılında 1.5 milyar usd portföy yatırımı gelmiştir. Tam liberal ekonomi düzenine geçene kadar Türkiye'ye ufak çaplı DYY gelmiştir. 1980-1983 yılları arasında ortalama 50 milyon usd DYY gelirken 1984 yılında dışa açılımın ilk belirtilerine istinaden 113 milyon usd DYY gelmiştir. Portföy yatırımlarıyla aynı doğrultuda görünüm izleyen DYY 1987 yılından itibaren artış göstererek 115 milyon seviyesine çıkmıştır. 1988 ve 1989 yılında bu tutar sırasıyla 354 milyon usd ve 663 milyon usd seviyelerine çıkmıştır.

Grafik 3.11: 1980-1989 arası Türkiye'ye gelen DYY ve portföy yatırımları



Kaynak: TCMB EVDS, Word Bank Data

3.2.6 1990-2000 Arası Türkiye’de Sermaye Akımları

1980’lerle birlikte gelişmiş ülkelerde finansal serbestleşme akımları hız kazanırken Türkiye’de bu akıma uymak zorunda kaldı. Sanayileşme amaçlı korumacı ve müdahaleci mekanizmaların ortadan kaldırılması, finansal piyasaların serbestleştirilmesi, dış ticaret üzerindeki kontrollerin gevşetilmesi ve uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile bu akıma katılan Türkiye, 1989’da sermaye giriş çıkışları üzerindeki kontrolleri tamamen kaldırdı. Ancak sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle birlikte artması beklenen DYY sınırlı düzeyde kalırken 1990’ların başından itibaren portföy yatırımlar ve kısa vadeli krediler yoluyla ağırlıklı olarak sıcak para diye adlandırılan spekülasyon sermaye hareketleri artmıştır. Bunun sonucu olarak kısa vadeli spekülasyon sermaye girişleri arttığında büyüyen, ancak sermaye girişlerinin durduğu veya tersine döndüğü zaman krize giren bir ekonomik yapı ortaya çıkmaya başladı. Bu da bir yandan ekonominin dış sermaye girişlerine bağımlılığını artırırken bir yandan da yurtdışında üretken yatırımların artmasından ziyade rantiyer tipi davranışların yaygınlaşmasına yol açtı (Yeldan, 2016).

Tablo 3.14 de 1989 yılında tamamen finansal serbestleşme akımına giren Türkiye’de 1990-1999 arasındaki yatırımlar ve ekonomik veriler yıllık bazda sunulmaktadır. 32 sayılı kararın ilk olumlu etkisi ülkeye giren yatırımların artması ve 1989-1990 yıllarındaki GSYİH üzerindeki etkisidir. 1989 yılında GSYİH 147.5 milyar usd olarak gerçekleşirken serbestleşmenin etkisiyle 1990 yılında yaklaşık %40 oranında artarak 207.4 milyar usd olmuştur. Sermaye akımlarının 90’lı yıllarda GOÜ üzerindeki olumsuz etkileri ve krizlere sebep olması Türkiye’yi de oldukça etkilemiştir. Kısa vadeli sermaye akımlarının neden olduğu 1994 krizi nedeniyle portföy yatırımlarının düşmesi ithalatın da azalmasına neden olmuştur. 1997 Asya krizi sırasında Türkiye’den 5 milyar usd portföy çıkışı olmuş, ihracat ve ithalatın düşmesine yol açmıştır.

Tablo 3.14: 1990-1999 arası Türkiye ekonomik göstergeleri ve yatırımların ilişkisi
(milyon usd)

YIL	DYY	PORTFÖY	GSYİH	İHRACAT	İTHALAT	CARİ AÇIK / FAZLA	ENFLASYON
1990	684,00	681,00	207.420,95	12.959,00	20.875,00	-2.625,00	%60,30
1991	810,00	714,00	207.923,72	13.593,00	19.722,00	250,00	%65,98
1992	844,00	3.165,00	219.010,27	14.715,00	21.361,00	-974,00	%70,08
1993	636,00	4.480,00	248.368,87	15.345,00	27.545,00	-6.433,00	%66,09
1994	608,00	1.123,00	179.855,48	18.106,00	21.793,00	2.631,00	%105,21
1995	885,00	703,00	233.085,15	21.636,00	33.466,00	-2.338,00	%89,11
1996	722,00	1.950,00	249.804,37	32.067,00	40.659,00	-2.437,00	%80,41
1997	805,00	2.344,00	261.386,75	32.110,00	45.291,00	-2.638,00	%85,67
1998	940,00	-5.089,00	275.743,05	30.741,00	43.018,00	2.000,00	%84,64
1999	783,00	4.188,00	255.894,74	29.031,00	37.723,00	-925,00	%64,87

Kaynak: TCMB EVDS, TÜİK, Word Bank Data

1990'lı yıllarda Türkiye'ye giren sermaye hareketlerinin büyük bir kısmı yurtiçindeki bankaların yurtdışından borçlanmaları yoluyla oldu. Bu dönemde yurtiçindeki bankaları yurtdışından borçlanmaya iten en önemli etken DİBS (Devlet İç Borçlanma Senedi) üzerindeki nominal faiz oranlarının hayli yüksek olmasıydı. Bu yüksek faizlerden yararlanmak isteyen bankalar, yurtdışından borçlanarak elde ettikleri fonları DİBS satın almak için kullandılar. Yani yurtdışından gerçekleşen sermaye girişleri üretime fon sağlamaktan ziyade devletin iç borçlanma ihtiyacını karşılamaya yöneldi. DİBS üzerindeki yüksek faizler içeride de sermaye sahiplerinin üretim yerine paradan para kazanma girişimlerinin yaygınlaşmasıyla spekülasyon hareketleri bu dönemde zirve seviyelere ulaştı. Bu sebeple 1990'larda sermaye akımlarının oldukça küçük bir kısmı DYY olarak gerçekleşti (Orhangazi, 2020).

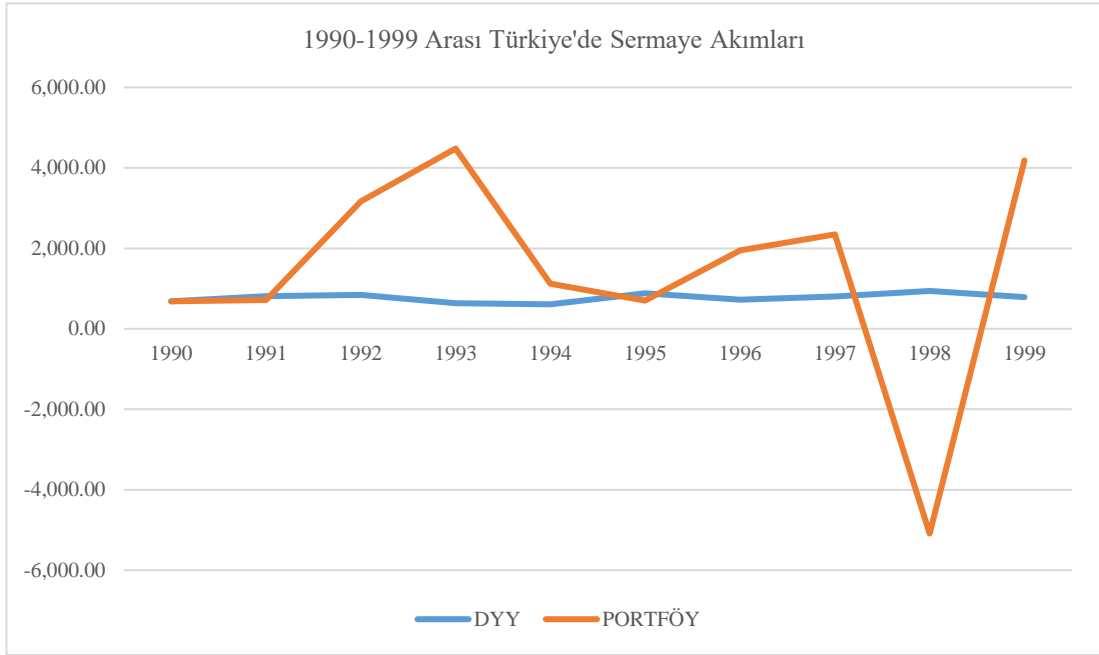
1993'te hükümetin yaklaşan seçimleri düşünerek faiz oranlarını düşürme çabası, 1994'te hızlı bir sermaye çıkışıyla sonuçlandı ve sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasından sonraki ilk döviz krizi ortaya çıktı. TL %24 değer yitirirken ekonomi %6'ya yakın daraldı. 1994'te %20'lerde seyreden DİBS reel faizleri 1995'te %30'lara yükseldi. TL'nin değer kaybetmesi ve faizlerin artması, yurtiçi varlık fiyatlarının yabancı yatırımcılar açısından ucuzlamasına ve haliyle Türkiye'nin yeniden yabancı sermaye için cazip hale gelmesine sebep oldu. 1995'ten itibaren dış sermaye girişleri yeniden canlandı ve yükselmeye başladı. Yüksek reel faiz, dış sermaye için yatırım

fırsatı sunarken bu, kamu borç ödemelerinde faiz yükünün hızla artmasına ve kamu borcunun milli gelirin %10'unu aşmasına yol açtı (Yeldan, 2016).

1995 yılında sermaye hareketlerinde yaşanan ivmeden sonra birkaç sene içerisinde Türkiye ekonomisi tekrar bir finansal krizle karşılaştı. Bu kez 1997'de Doğu Asya'dan başlayıp bazı Orta Avrupa ve Latin Amerika ülkelerine yayılan finansal krizler, Türkiye ekonomisinin de benzer kırılganlıklar taşıdığını düşünen dış sermayenin 1998'de ülkeyi hızlı bir biçimde terk etmesiyle sonuçlandı. Bu krizi takiben, artan cari açık ve yüksek enflasyonla mücadele amacıyla 1998'in ortalarından itibaren ekonomik kırılganlık iyice artmış sermaye hareketleri durma noktasına gelmiştir.

GOÜ için kaybolan yıllar olarak anılan 90'lı yıllarda sermaye akımlarından kaynaklı krizler baş göstermiştir. Grafik 3.12 de Türkiye'de 1990-1999 yılları arasında DYY ve portföy yatırımlarının değişimi sergilenmektedir. Portföy yatırımlarındaki dalgalanma krizlerin ve olumsuz etkilerinin adeta habercisi gibiydi. 1990-1993 yılı arasında sürekli artış gösteren yatırımlarda 1993 yılında 4.5 milyar usd portföy girişi gerçekleşmiş ve 1994 Türkiye krizinin sebebi olmuştur. Krizin etkisiyle portföy yatırımları %400 düşüşle 1.1 milyar usd seviyesine gerilemiştir. 1997 Asya krizinden de Türkiye derinden etkilenmiştir. Krizin etkisini göstermeye başladığı yılda 2.3 milyar usd portföy girişi gerçekleşirken 1998 yılında 5 milyar usd portföy çıkışı olmuştur. Fakat krizin olumsuz etkisinden toparlanması uzun sürmemiş, 1999 yılında 4.2 milyar usd portföy girişi sağlanarak ekonomi kısa sürede toparlanmaya çalışılmıştır. DYY'de ise istikrarlı bir hareket izlenmektedir. Portföy yatırımlarında olduğu gibi dalgalanma aşırı olmamış, 1994 Türkiye krizi ve 1997 Asya krizi yatırımlarda ciddi düşüslere sebep olmamıştır. Bu durum ekonominin daha da kötüleşmesini engellemiştir.

Grafik 3.12: 1990-1999 arası Türkiye'ye gelen DYY ve portföy yatırımları



Kaynak: TCMB EVDS, Word Bank Data

3.2.7 2000 Sonrası Türkiye'de Sermaye Akımları

1990'lar, iki küçük resesyon ve iki büyük finansal kriz ile Türkiye ekonomisi için oldukça sancılı yıllar oldu. Ekonomi yüksek istikrarsızlık içerisinde yabancı sermaye girişleri olduğu dönemlerde gelişen, çıkışlarda ise daralan bir görünüm sergiledi. 2000 yılından itibaren Türk ekonomisi tamamen IMF (International Monetary Fund) denetiminde bir istikrar programı içerisine girdi. Bu programın bir ayağı da parasal genişlemenin sınırlanması ve MB (Merkez Bankası)'nin tamamıyla net yabancı varlık tutarlarına endekslenerek ekonomiyi sermaye girişlerine bağlı hale getirmek hedefleniyordu. Programda döviz kurunu temel alarak enflasyonu düşürmek ve bunun sonucunda sermaye girişlerini tekrar artırmak amaçlanmıştı.

2000 yılı başında devreye sokulan bu istikrar programı, uluslararası finansal piyasaların ve yatırımcıların büyük övgüsünü kazandı. Aynı anda hem döviz kurunun sabitlenmesi hem de parasal genişlemenin yabancı sermaye girişlerine bağlanmış olması, faiz oranlarının tamamen sermaye hareketlerine bağlı bir hale getirmişti. İşte bu şartlar altında Kasım ayında 6 milyar dolarlık sıcak para çıkışı, likiditenin tıkanmasına ve faiz oranlarının %2000'lere kadar yükselmesine yol açtı. IMF'nin 7.5 milyar dolarlık bir ek yardım açıklamasıyla sular biraz durulur gibi oldu fakat Şubat

2001’de yaşanan siyasi gerilimden sonra sermaye çıkışları ciddi boyutlara ulaştı. Öyle ki sadece 19 Şubat günü 5 milyar dolarlık bir sıcak para çıkışı yaşandı (Orhangazi, 2002).

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden sonra 2001’de sermaye çıkışları GSYİH’nin %8.5’ ine ulaşarak ciddi bir problem haline gelmişti. Durum böyle olunca ekonomi rekor düzeyde küçüldü, enflasyon tekrar yükselişe geçti ve TL’nin değer kaybı %50’ye ulaştı (Akyüz vd. 2003).

2001 krizinden sonra Türkiye ekonomisinin başına geçen Dünya Bankası’nın eski başkan yardımcısı Kemal Derviş acilen reform paketleri hazırlattı ve bunları süratle meclisten geçirtti. Literatüre “15 günde 15 yasa” olarak geçen bu paketlerde asıl tema uluslararası sermayenin Türkiye’de yatırım yapmalarının önünü açmak ve çeşitli garantiler vermektir. Öyle ki yabancı yatırımcı Türkiye’de yaşayacağı uyumsuzluk halinde çözüm için uluslararası mahkemelere gidebilecek, kamu ihalelerine sınır olmaksızın katılabilecekti. Diğer taraftan çeşitli sektörlerde özelleştirmeler yapılarak yabancı yatırım çekilmeye çalışıldı. Bu doğrultuda Türk Telekom, TÜPRAŞ, THY, Tekel, Şeker Kurumu, TEAŞ, TEDAŞ ve Erdemir Çelik özelleştirilecek kurumlar arasında öncelikliydi.

Türkiye’nin 2001 krizi sonrasında, küresel sermaye hareketlerinde ortaya çıkan genişleme dalgasında, yapılan yapısal reformlar ile uluslararası yatırım fonları ülkeye çekilmeye çalışıldı. Bu dönemlerde ağırlıklı olarak kısa vadeli ve spekülatif sermaye girişleri yaşandı. 2003’ten 2017’nin sonuna kadar Türkiye’ye toplam yabancı sermaye girişi 600 milyar dolar civarında gerçekleşirken bunun %80’i hisse senedi ve tahvil alımlarından oluşan portföy yatırımlarıydı (Orhangazi, 2020).

Tablo 3.15 de IMF gözetiminde 2000’li yıllara giren Türkiye’de yatırımlar ve ekonomik durumu belirten göstergeler sunulmaktadır. 2000 yılında uygulama konulan enflasyonu düşürücü ekonomik politikalarla birlikte sermaye girişleri hızlanmıştır. Gelen sermaye hareketlerinin daha çok kısa vadeli olmasından ve izlenen kur politikasından kaynaklı olarak 2001 krizi yaşanmış ve hem yatırımlarda hem de ekonomide olan etkisi tabloda açıkça gösterilmektedir. 2001 yılında portföy yatırımlarının hızla eksiye dönmesi GSYİH’yi 2000’den 2001’e geçerken 272.9 milyar usd seviyelerinden 200 milyar usd seviyelerine düşmesine neden olmuştur. Krizden sonra uygulanan istikrar programı çerçevesinde yabancı yatırımcıya güven

ortamı yaratılmış ve 2008 küresel krizine kadar olan süreçte Türkiye'ye yatırımlar hızla artmıştır. Aynı doğrultuda ihracat krizden sonraki 2002 yılında 40.6 milyar usd iken 2008 yılında 137 milyar usd ye yükselmiştir. Küresel kriz tüm dünyayı sarstığı gibi Türkiye'yi de etkilemiştir. 2009 yılında hem yatırımlar düşmüş, hem GSYİH azalmış, hem de ihracatta daralma yaşanmıştır. Krizden sonra yabancı yatırımı çekip cari açık vererek büyüme modelini tercih eden Türkiye'de, politikanın bir süreliğine de olsa başarılı olduğu tabloda açıkça görünmektedir. 2013 yılına gelindiğinde Türkiye'de GSYİH'de tarihi rekor kırılmış ve 950.6 milyar usd olarak gerçekleşmiştir. Aynı yıl kişi başı GSYİH da rekor kırarak 12.500 dolar olmuştur. 2013 yılından sonra gelen yatırımlardan beklenen verim alınamamış GSYİH sürekli düşmüş, ihracat da daralmıştır.

Tablo 3.15: 2000-2019 arası Türkiye ekonomik göstergeleri ve yatırımların ilişkisi
(milyon usd)

YIL	DYY	PORTFÖY	GSYİH	İHRACAT	CARİ AÇIK / FAZLA
2000	982,00	1.615,00	272.971,31	30.825,00	-9.920,00
2001	3.352,00	-3.727,00	200.253,87	34.703,00	3.760,00
2002	1.082,00	1.503,00	238.423,95	40.666,00	-626,00
2003	1.702,00	3.851,00	311.826,08	52.318,00	-7.554,00
2004	2.785,00	9.411,00	404.776,16	68.444,00	-14.198,00
2005	10.031,00	14.670,00	501.422,61	78.233,00	-20.980,00
2006	20.185,00	11.402,00	552.504,93	92.975,00	-31.161,00
2007	22.047,00	2.780,00	675.754,08	114.393,00	-36.946,00
2008	19.851,00	-3.770,00	764.322,91	137.175,00	-39.425,00
2009	8.585,00	2.938,00	644.656,63	105.009,00	-11.360,00
2010	9.099,00	19.617,00	771.876,79	118.829,00	-44.620,00
2011	16.182,00	19.516,00	832.546,27	140.820,00	-74.402,00
2012	13.744,00	38.372,00	873.981,79	148.507,00	-47.960,00
2013	13.563,00	21.419,00	950.595,27	163.842,00	-55.858,00
2014	13.337,00	20.962,00	934.167,81	169.889,00	-38.848,00
2015	19.263,00	-9.220,00	859.794,18	147.403,00	-27.314,00
2016	13.929,00	7.923,00	863.711,71	144.305,00	-26.849,00
2017	11.099,00	23.669,00	852.669,15	162.549,00	-40.584,00
2018	13.023,00	32,00	771.355,10	176.281,00	-20.745,00
2019	9.054,00	3.394,00	762.617,07	180.229,00	8.895,00

Kaynak: TCMB EVDS, TÜİK, Word Bank Data

2005'ten itibaren DYY özelleştirmelerin hız kazanmasıyla artış göstermiştir. Durum böyle olunca gelen yabancı sermaye üretim ve istihdam yaratmaktan ziyade ağırlıklı olarak şirket satın alma ve ortak olma şeklinde gerçekleşmiştir. Türkiye'de özelleştirme gelirleri 1986-1989 döneminde 160 milyon dolar seviyelerindeyken 1990'lı yıllarda 4.5 milyar dolara ulaştı. 2003'ten 2018'e kadar olan dönemde ise özelleştirmeler oldukça hız kazandı ve toplam özelleştirme gelirleri 61.9 milyar dolar olarak gerçekleşti.

2008'de ABD'de ortaya çıkan ve hızla dünyaya yayılan küresel kriz Türkiye'deki yabancı sermaye akımlarını da etkiledi. 2008'in son aylarından itibaren yavaşlayan sermaye akımları 2009'un son aylarına kadar düşüş eğilimindeydi. Dış sermaye girişlerinde yaşanan duruşa rağmen toplamda net çıkış gerçekleşmemesi, ekonomik küçülmenin bir döviz krizine yol açmamasının tek nedeni 2001 krizi sonrası uygulamaya konulan yabancı sermayeyi teşvik eden politikalarıdır. 2009 sonrası FED (Federal Reserve) tarafından miktarsal genişleme politikasıyla birlikte Türkiye'ye gelen sermaye akımları tekrar hız kazandı.

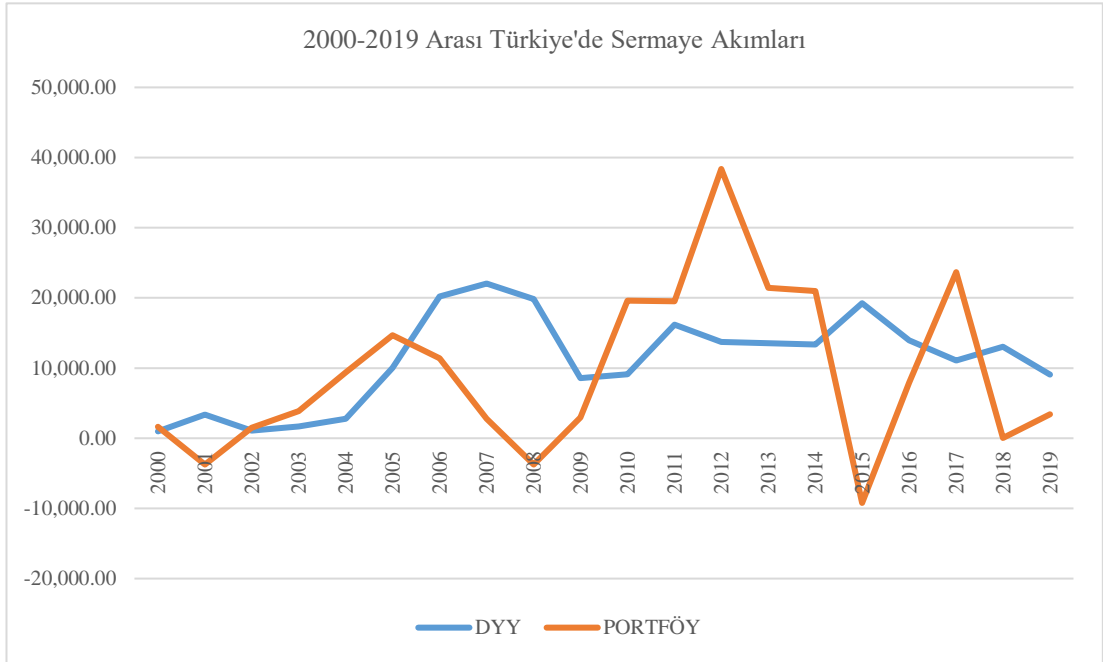
Türkiye'nin büyüme performansının kırılgan nitelikleri 2013'ün ikinci yarısından itibaren etkilerini göstermeye başladı. FED'in Mayıs 2013'te miktarsal genişleme politikasına son vereceğini duyurmasıyla birlikte GOÜ'nün kırılganlıkları bir anda uluslararası yatırım piyasalarında yankılanmaya başladı. Türkiye de bu durumdan oldukça etkilendi. 2013'ün ikinci yarısından itibaren TL hızla değer kaybedip sermaye akımlarında azalma meydana gelirken, MB Ocak 2014'te acilen toplanarak faizleri yükseltti ve böylece yabancı sermayenin Türkiye'ye akmasının devamı hedefleniyordu. Dünya Bankası 2014 yılında yayımladığı raporda Türkiye'nin birkaç sene içerisinde düşük büyüme oranlarına razı olması gerektiği, ülkenin dış finansmana bağımlılığının ve şirketlerin döviz açıklarının artacağını, sermaye hareketlerinin tamamıyla biteceği ve çıkışların artacağını dillendirmeye başlamıştı.

2015 sonrasında FED miktarsal genişlemeye tamamen son vermiş ve ardından faiz oranlarını yavaş yavaş yükselterek sermayeleri ABD'ye çekmeye çalışıyordu. Uluslararası finansal yatırımcılar da güvenli liman olarak gördükleri ABD'yi tercih etmiş ve Türkiye'de de sermaye çıkışları yaşanmaya başlamıştı. ECB (European Central Bank)'nin miktarsal genişlemeye devam ediyor olması Türkiye'ye olan sermaye girişlerinin tamamen durmasının veya tersine dönmesinin önüne geçiyordu.

2018 yılının Haziran ayında Türkiye’de yapılan seçimlerin öncesinde belirsizliklerin artmasıyla birlikte TL hızla değer kaybetmiş, Türkiye’den çıkmak isteyen yabancı yatırımcılar TL’den dolara geçmiştir. Durum böyle olunca dolar üzerinden borçlu şirketler borçlarını ödemek için TL daha fazla değer kaybetmeden dolar biriktirmeye başladı. Merkez Bankası hükümetin de baskısıyla faiz oranlarını arttırmaktan kaçınıncaya TL üzerinde spekülasyon hızla arttı ve yabancı sermaye hızla ülkeyi terk etmeye başladı. Böylelikle 2018’in yaz aylarında Türkiye bir döviz krizi ile karşı karşıya kaldı.

2000 yılında uygulama konulan GEGP (Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı) çerçevesinde finansal serbestleşmeden beklediği getiriye ve büyümeyi bir türlü yakalayamayan Türkiye’nin 2000-2019 yılları arasında yatırımların dağılımı Grafik 3.13 de şematik olarak gösterilmektedir. Portföy yatırımlarının oldukça dalgalanması ülkedeki istikrarın ve ekonomik gelişmenin bozulmasına neden olmuştur. 2001 yılında 3.7 milyar usd portföy çıkışı ülkeyi 2001 krizine sürüklemiş ve Türkiye’yi IMF kapısına götürmüştür. İzlenen politikalarla birlikte 2005 yılına kadar yatırımlar artmış 2005 yılında 14.7 milyar usd portföy girişi gerçekleşmiştir. Bu yıldan sonra azalma eğilimine giren yatırımlar 2008 küresel krizin etkisiyle 3.8 milyar usd portföy çıkışına kadar düşmüştür. Krizden kısa sürede toparlanan Türkiye’ye gelen portföy yatırımları 2012 yılına kadar sürekli artmış ve bu yılda 38.4 milyar usd ile tarihi zirve yapmıştır. Sonrasında tekrar düşüş eğilimine girmiş ve 2015 yılında 9.2 milyar usd portföy çıkışı yaşanmıştır. 2018 kur krizine kadar artış gösteren yatırımlar 2018 yılında hızla düşmüş ve sadece 32 milyon usd portföy girişi gerçekleşmiştir. DYY 2008 küresel krizine kadar sürekli artmış ve 2007 yılında 22 milyar usd ile tavan yapmıştır. Krizin etkisiyle 2011 yılına kadar sürekli düşmüş ve 2011 yılında 16.2 milyar usd seviyelerine gerilemiştir. 2015 yılında tarihi portföy düşüşünün aksine 19.3 milyar usd DYY girişi olmuştur. Sonraki yıllarda sürekli düşüş eğiliminde olan DYY 2019 yılında 9 milyar usd olarak gerçekleşmiştir.

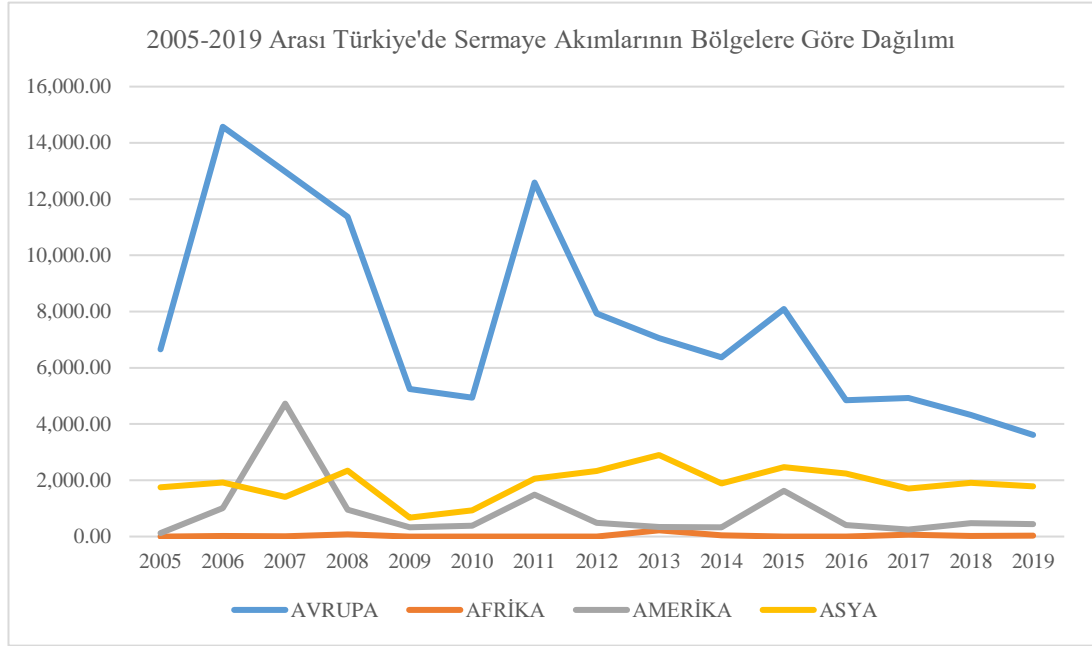
Grafik 3.13: 2000-2019 arası Türkiye'ye gelen DYY ve portföy yatırımları



Kaynak: TCMB EVDS, Word Bank Data

Grafik 3.14 Türkiye'ye gelen yabancı yatırımların 2005-2019 yılları arasındaki bölgesel dağılımını temsil etmektedir. Türkiye'nin ihracatının büyük kısmını Avrupa ülkeleriyle yapmasıyla aynı doğrultuda gelen yabancı yatırımların büyük kısmı Avrupa ülkeleri tarafından olmaktadır. Zamanla değişen ekonomik ve finansal piyasaların etkisiyle tutarlar hem ülkelere hem de bölgelere göre değişiklik göstermektedir. 2005-2019 aralığında Avrupa'dan ülkemize gelen yabancı yatırımlar, toplam yatırımların ortalama %70-%80 bandında gerçekleşmiştir. Avrupa ülkelerinden çekilen yatırımların arttığı zamanlarda hem toplam yatırım tutarı artmış hem de ekonomik olarak büyüme oranları artmıştır. Avrupa'dan sonra en çok yatırım çekilen bölge Asya ülkelerinden olmuştur. 1997 Asya krizinden sonra finansal piyasaların daha güvenli yatırım aramaları sonucu Türkiye pazarını tercih etmeleri ve kalıcı olmalarının etkisiyle bu ülkelere çekilen yatırımlar ekonomik kalkınmaya olumlu destek vermiştir. Amerika kıtasına bakıldığında ise 2008 küresel krizi öncesinde Türkiye'yi tercih eden yatırımcıların bir daha bu seviyelerde yüksek miktarlarda yatırım yapmadıkları gözle çarpılmaktadır. Ekonomik olarak oldukça düşük seviyelerde olan Afrika ülkelerinin Türkiye'ye yaptıkları yatırımlar yok denecek kadar az seviyededir. Hatta çoğu zaman Afrika ülkelerinden ülkemize hiç yatırım gelmemiştir.

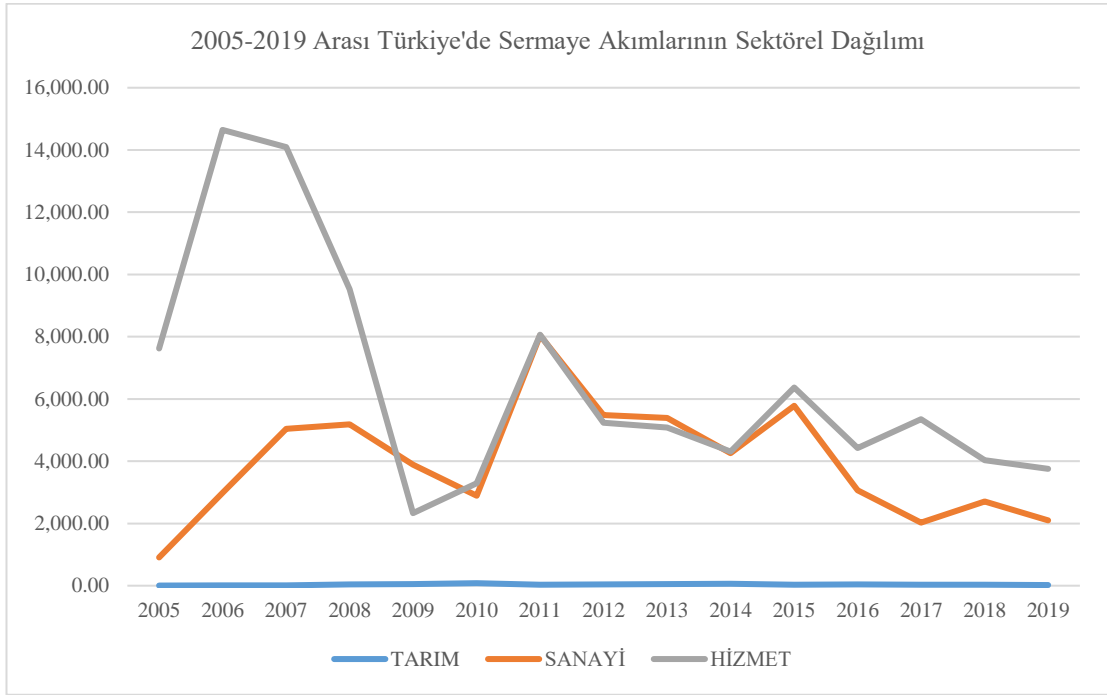
Grafik 3.14: 2005-2019 arası Türkiye'ye gelen sermaye akımlarının bölgesel dağılımı



Kaynak: TCMB EVDS

Grafik 3.15 de ise Türkiye'ye gelen yabancı yatırımların 2005-2019 yılları arasındaki sektörel dağılımı gösterilmektedir. 2000'li yıllardan sonra inşaat odaklı büyüme modeli sergileyen Türkiye'de gelen yatırımların daha çok hizmetler sektöründe olduğu grafikte açıkça göze çarpmaktadır. Hizmetler sektörüne gelen yatırımlar 2009 yılı haricinde her zaman sanayi ve tarım sektörüne gelen yatırımlardan hep daha fazla olmuştur. 2009 yılında sanayi sektörünün hizmet sektöründen daha fazla yatırım çekmesinin sebebi 2008 küresel krizidir. Asıl kaynağı inşaat sektörü olan 2008 krizinde finansal piyasalara ve hizmetler sektörüne özellikle inşaat alanlarına olan güven sarsılmıştır. Bu doğrultuda Türkiye'de hizmetler sektörüne gelen yabancı yatırımlar da hızla azalmıştır. Sanayi sektörüne gelen yatırımların zamanla artması ve 2010 yılından sonra hizmetler sektörüyle paralellik göstermesi birbirini tamamlayıcı sektörlerle gelen yatırımların istikrarlı olduklarını göstermektedir. Finansal serbestleşme ile birlikte tamamen dışa açılan Türkiye'de tarım sektörü bitme derecesine gelmiş ve bu sektöre gelen yatırımlar oldukça dar kapsamlı olmuştur.

Grafik 3.15: 2005-2019 arası Türkiye'ye gelen sermaye akımlarının sektörel dağılımı



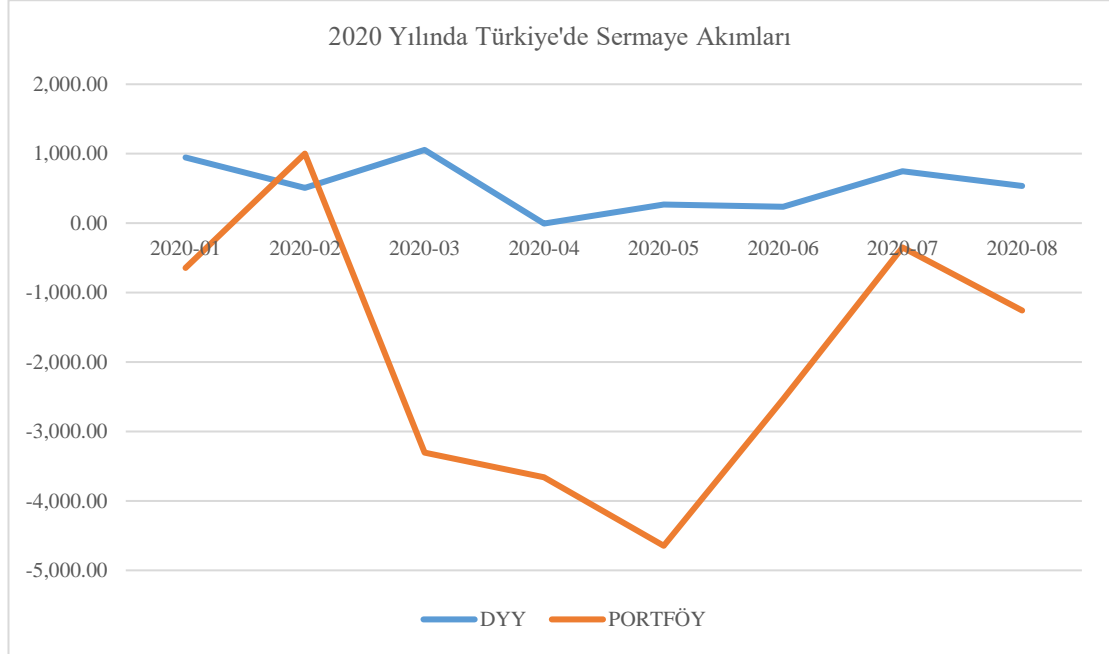
Kaynak: TCMB EVDS

3.2.8 2020 Yılında Türkiye'de Sermaye Akımları ve Covid 'in Sermaye Akımlarına Etkisi

2019 yılının Aralık ayında Çin'in Vuhan kentinde ortaya çıkan koronavirüs hızla tüm dünyaya yayılmaya başlamış ve ekonomi anlamında da ciddi bir tehdit unsuru olmaya başlamıştır. Türkiye'de ilk vakanın Mart 2020'de görülmesiyle birlikte Covid hızla yayılmaya başlamış ve tüm ülkelerde sokağa çıkma yasakları, ticarete daralmalar, yatırımların azalıp tersine dönmesine neden olmuştur. Grafik 3.16 Türkiye'de 2020 yılı Ocak-Ağustos arası DYY ve portföy yatırımlarının değişimini göstermektedir. Mart ayına kadar Covid'e ciddi tepki vermeyen portföy yatırımları ilk vakanın açıklanmasıyla birlikte hızla eksiye dönmüş ve ekonomiyi olumsuz etkilemiştir. Şubat ayında ülkeye 1 milyar usd portföy girişi gerçekleşirken Mart ayında 3.3 milyar usd portföy çıkışı olmuş ve Ağustos ayına kadar sürekli azalma devam etmiştir. DYY yatırımlarda ise Mart ayında 1 milyar usd giriş gerçekleşirken Nisan ayında 6 milyon usd çıkış olması Covid 'in ülke ekonomisi için ne kadar tehlikeli olduğunu gözler önüne sermektedir. Şu sıralar 2. dalğanın yaşandığı virüste Türkiye ekonomisine olan etkileri halen olumsuz olarak devam etmektedir. Virüsün akıbeti ve yatırımlara olan etkisi merak konusu olmakla birlikte, Türkiye'de

yatırımların eski seviyelerine ulaşip ulaşmayacağı, ne kadar sürede toparlanacağı ise gündemde sıkça tartışılan konulardan birisi olmaktadır.

Grafik 3.16: 2020 Ocak-Ağustos arası Türkiye'ye gelen DYY ve portföy yatırımları



Kaynak: TCMB EVDS

3.3 Sermaye Akımlarının Sebep Olduğu Krizler

Finansal serbestleşme 1990'lı yıllarda küreselleşmeyle birlikte ulusal ve uluslararası akımları hızlandırmıştır. Bu durum makroekonomik olarak büyümeyi hızlandırırken ülke ekonomilerini daha savunmasız ve finansal olarak daha kırılgan yapılar haline getirmiştir. Kırılganlığın artışı ülke ekonomilerini kötü etkilemiş ve GOÜ'de sık sık finansal krizler yaşanmaya başlamıştır. Bu da sermaye akımlarının tamamen serbestleşmesi ve finansal krizler arasındaki ilişkiyi gözler önüne sermiştir. Buradan yola çıkarak finansal serbestleşmenin ekonomik krizlerin nedeni olduğuna dair bazı kanıtlar ortaya çıkmıştır (Seyidoğlu, 2003).

1980 sonrası krizlere genel hatlarıyla bakıldığında nedenlerin başında finansal açıdan gelişmiş ülkelerin uluslararası sermayeyi kendi ülkelerine çekme adına atmış oldukları liberalizasyon adımları gelmektedir. Sermaye akımlarının tamamen serbestleşmesiyle birlikte 1990 sonrasında, sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesi gelişmiş ülkeler açısından tehdit unsuru olmaya başlamıştır.

GOÜ'lere yüksek hacimde akan sermayeler ülke ekonomileri, alışık olmadıkları, "Sıcak Para" ile tanıştırmış ve bu fonlardan dolayı GOÜ sıkıntılarıyla karşılaşmışlardır. 1990 sonrasında bazı ekonomilerde yaşanan krizlerin birbirine etkileri de olmakla birlikte, krizlerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkileri oldukça fazladır. Bu akımların neden olduğu başlıca krizler şu şekildedir:

- 1992-1993 Avrupa Para Krizi (ERM)
- 1994-1995 Meksika Krizi
- 1994 Türkiye Krizi
- 1995 Arjantin Krizi
- 1997-1998 Asya Krizi
- 1998 Rusya Krizi
- 1999 Brezilya Krizi
- 2000-2001 Türkiye Krizi

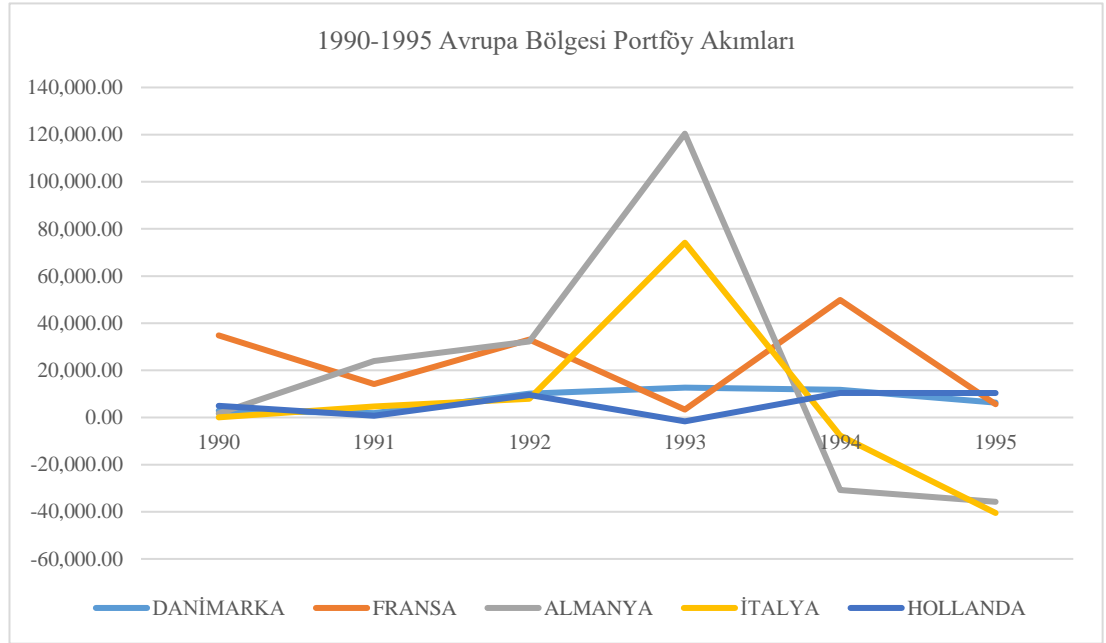
3.3.1 1992-1993 Avrupa Para Krizi (ERM)

Avrupa'da 1990 yılında sermaye hareketlerinin serbest dolaşımının önündeki engellerin kaldırılmasıyla birlikte aynı yıl içinde Almanya'nın birleşmesi vesilesiyle bütçe açıkları oldukça hızlı bir şekilde artmış, enflasyon yukarı yönlü hareket etmeye başlamıştır. Tüm bu gelişmeler faiz oranlarının artırılmasını zorunlu kılmıştır. Hal böyle olunca Almanya'ya giren sermaye akımlarında ciddi artış gözlenmiştir (Kava, 2005).

1987'nin başlarından itibaren sisteme üye ülkelerin (Almanya, Fransa, Hollanda, Belçika, Danimarka, Lüksemburg ve İtalya) aralarındaki döviz kurları, faiz oranları ve enflasyon değişkenlerinin hızlı bir şekilde azaldığı görülmektedir. 1989 yılında İspanya, 1990 yılında İngiltere, 1992 yılında da Portekiz sisteme dâhil edilmiştir. Döviz kuru istikrarına yönelik belirli inançlar, bu ülkelere gelen yabancı sermayede artışa neden olmuştur. Daha sıkı para politikası ve borç verme oranları, daha sonra sisteme katılan Birleşik Krallık, İspanya ve İtalya'da diğer ERM ülkelerinden daha farklı bir durumdadır. Bu nedenle de yabancı yatırımcıyı daha çok cezbetmektedir.

Grafik 3.17 krizin derinden etkilediği Danimarka, Fransa, Almanya, İtalya ve Hollanda’da portföy akımlarının değişimini göstermektedir. 1991’den 1992 yılına geçerken seçili 5 ülkede de portföy akımlarındaki yüksek artışlar krizin habercisi konumundaydı. 1992’den 1993 yılına geçerken ise Almanya ve İtalya’daki olağanüstü artışlar başlangıç aşamasında olan krizin daha da derinleşmesine yol açtı. Almanya’ya 1992 yılında 32.2 milyar usd portföy girişi gerçekleşirken, 1993 yılında 120.4 milyar usd olarak yaklaşık 4 kat artmıştır. İtalya da ise 1992 yılında 8 milyar usd giriş olurken, 1993 yılında 74.1 milyar usd giriş olmuştur. Bu artış sebebiyle krizin olumsuz etkisi fazlasıyla hissedilmiş ve 1994 yılında Almanya’dan 30.9 milyar usd, İtalya’dan 7.6 milyar usd portföy çıkışı gerçekleşmiştir.

Grafik 3.17: 1990-1995 arası Avrupa’ya gelen portföy yatırımları



Kaynak: Word Bank Data

Krize katkıda bulunan en önemli etkenler, Avrupa faiz oranlarının ABD faiz oranından yüksek olması, yabancı yatırımı daha güvenli alanlara çekmesi, ülke parasının aşırı büyümesi ve artan cari açıklardır. ERM'den çıkan tüm ülkelerin ekonomileri, sistemden çıkarıldıkları için hemen hemen her açıdan iyileşmiştir. İşsizlik, özellikle İngiltere'de enflasyonu yükseltmeden keskin bir düşüş göstermiştir (Özer, 1999).

ERM Krizi'nden çıkarılan sonuç şudur ki; sermaye hareketlerinin akışkan görünüm sergilediği bir dünyada döviz rezervleri krizleri engelleyici bir işleve sahip değildir. Çünkü ERM Krizi esnasında İngiltere ve İtalya Merkez Bankaları yeterli döviz rezervine sahiplerdi. Diğer yandan ERM düzenlemeleri kapsamında Almanya'dan kredi alma hakkına ve döviz kuruna müdahalede bulunabilme konumuna sahiplerdi. İngiltere'nin sadece birkaç günde 50 milyar sterlin aldığı tahmin edilmektedir. Bu durum da öngörülen etkiyi ortaya koymamıştır. Yüksek döviz rezervlerine ve müdahalelere rağmen kriz devam etti ve genişledi. Kriz, finans piyasalar tarafından ani bir kriz olarak tanımlanmaktadır. Çünkü hedef paralar arasındaki faiz farklılıkları, krizden 1 ay öncesine kadar yani 1992 yılının ağustos ayına kadar pek fazla açılmamıştır. ERM'de etkisini gösteren krizler sermaye akımlarının sebep olduğu spekülasyon saldırılara iyi bir örnek teşkil etmektedir (Miyat, 2002).

3.3.2 1994-1995 Meksika Krizi

Meksika 1980'li yıllarda kamu maliyesini düzenleme programıyla işe başlamış, bunu özelleştirme ve geniş çapta ekonomik reformlar takip etmiştir. Aynı zamanda dış borçlarının büyük çoğununu yeniden yapılandırmış ve Kasım 1993'te NAFTA (Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması)'yı imzalayarak dış ticareti liberalleştirme rotasında önemli adımlar atan Meksika yabancı yatırımcıların odak noktası haline gelmiştir. 1990'lı yıllarda iki sene gibi oldukça kısa bir sürede 18 kamu bankası özelleştirilmiştir. Bunun yanı sıra, Meksika, diğer Latin Amerika ülkeleri gibi, faiz oranlarından feragat etti, kredi kısıtlamalarını kaldırdı ve nakdi değerleri kasalarda tutmak için banka yükümlülüklerini kaldırmıştır. 1989-1994 yılları arasında GSYİH yıllık ortalama %4 büyümüş ve 1993 yılında enflasyon yirmi yıldan sonra ilk defa tek hanelere düşmüştür. Tüm bu olumlu ve kararlı haberler, Meksika'da eşi görülmemiş bir yabancı yatırım akışına yol açmıştır.

1990'lı yılların başından itibaren başlayan ve giderek artan dış ticaret açıkları, daha fazla yabancı sermaye çekilerek aşılmaya çalışılmış ve yabancı sermaye içinde kısa vadeli sermaye fonları önemli yer tutmuştur. Meksika'nın NAFTA üyeliğini imzalaması, uluslararası sermaye piyasalarında güven sağlayarak kriz öncesinde kısa vadeli sermaye akımlarının ve doğrudan yatırımların ülkeye girişini hızlandırmıştır. Bunun öncesinde 1987 yılı istikrar programı başlangıçta iyi sonuçlar vermiş, reel

GSYİH 1985-1988 arasında %0.5-%1 iken, 1989-1992 döneminde ortalama olarak %3.5'e yükselmiştir. Yine diğer bir olumlu gelişme de enflasyonda yaşanarak, 1992'de %12 olan enflasyon oranı 1993 başlarında tek haneli oranlara gerilemişti. Portföy yatırımlarının ve doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girişi ile birlikte artan iç yatırım harcamaları, iç tüketimin patlamasına sebep oldu. Olumlu gelişmelerin aksine yaşanan bu gelişme ithalatın artması, dış ticaret dengesinin sert bir şekilde bozulmasına sebep olmaktaydı. Bunlara, paranın değerlenmesi de eklenince cari açık problemleri büyüdü. 1987 yılında 2.9 milyar dolar olan açık, 1993'de 23.4 milyar dolar, 1994'de ise 29.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemdeki özel tasarrufların da düşmesi sonucunda, cari işlemler açığını tek finanse eden kaynak yabancı sermaye olmuştur (Henderson, 2000).

Kasım 1991'den sonra kur sistemi tavan ve tabanı belli bir bant içinde biraz esnek hale getirilmiştir. Ekim 1993'e kadar döviz kuru istikrarlı gitse de, kurdaki yükselişler enflasyon oranının altında kalmış ve reel olarak milli para (peso) değer kazanmıştır. Daha önce döviz krizlerinin tipik bir özelliği olarak ifade edildiği üzere, reel olarak milli paranın değer kazanması, cari açıkları hızlandırmasının yanında spekülasyon hareketlerin de hızlanmasına ve devalüasyon beklentilerine girilmesine sebep olmaktadır. Meksika daha önce cari açıklarını kur istikrarına dayalı sermaye girişleri ile dengeleyebilirken, sermaye hareketlerinin tersine dönmesi sonucunda cari açıklarla yüzleşmek zorunda kalmıştır. ABD'nin de sıkı para politikası çerçevesinde faiz oranlarını yükseltmesi, kısa vadeli sermayenin ülkeden çıkışını hızlandırmış ve bir para krizini kaçınılmaz hale getirmiştir. .

1990-1993 seneleri arasında Meksika'ya gelen toplam yabancı sermaye 72,5 milyar dolar seviyelerine yükselmiştir. Ancak, 1994 sonundaki çalkantılı iklim nedeniyle, ülkenin döviz rezervleri 26 milyar dolardan 6 milyar dolara düşmüştür. Bunu takiben ülke Aralık 1994 yılında ulusal para birimi olan Peso'nun çöküşüyle şok etkisi yaşamış ve kriz beklentisi sebebiyle 20 Aralık 1994 tarihinde Peso'yu devalüe etmek zorunda kalarak ekonomik kriz yaşamıştır (Dorukkaya vd. 1999).

3.3.3 1994 Türkiye Krizi

1980 sonrası finansal açıdan dışa açılım süreci başlatan Türkiye ekonomik olarak ciddi büyüme göstermiştir. Büyümenin gerçekleşmesi için yüksek hacimli yabancı yatırım girişleri temel hedef olarak kabul edilmiştir. Yabancı sermaye ile,

gelişmekte olan diğer ülkeler üzerindeki olumlu etkileri gibi küresel piyasaların getirdiği değişikliklerden faydalanmak amaçlanmıştır. Uluslararası sermaye hareketlerin hacimlenmesi ve gelişmiş ülkelerdeki düşük seyreden faiz oranları, Türkiye'ye finansal zorluklar için bir alternatif sunmuştur. Bu arada yabancı yatırımın Türkiye'ye gelmesini sağlamak için, TL' nin tam konvertibilitesinin sağlanması ve sermaye hesaplarının serbestleşmesi gerçekleşmiştir. Ağustos 1989'da Türkiye finansal sisteminde köklü değişiklikler geçirdi ve serbest bir sermaye hesaplarına geçiş gerçekleştirmiştir. Meksika ve Doğu Asya ülkelerinin sermaye hesaplarını serbestleştirdikten sonra yaşadıkları gibi, Türkiye'ye gelen yabancı yatırımların artması döviz kuru oranının değerlendirilmesine neden olmuştur. 1989 yılından 1994 yılına kadar olan süreçte Türkiye'ye gelen yabancı sermaye hareketleri mevcut hesap açıklarını kapatmak amacıyla kullanılmıştır. Bu süreçte Türkiye'ye giren yabancı sermaye büyük oranda kısa vadeli sermayelerden oluşmaktadır. Spekülatif sermaye girişi ekonomik dengesizliği de beraberinde getirmiştir.

Türkiye'deki 32 Sayılı Kararı takip eden 1990 yılında, uluslararası sermaye, gelişmekte olan ülkelere büyük hacimlerde akmaya başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin sermaye hesabı fazlalıkları ve net hata noksan kalemlerinin toplamı 1987 yılında 48.7 milyar dolardan, 1993'de 162.9 milyar dolar seviyesine tırmanmıştır. Türkiye'de ise pek çok Latin Amerika ülkesinde olduğu gibi, 1990'lardaki yeni sermaye akımları, kısa vadeli sermaye girişleri ve portföy yatırımları olarak gerçekleşmiştir. 1987'de 1.9 milyar dolar olan sermaye hesabı fazlası, 1993'de 8.9 milyar dolara sıçramıştır. Ekonomik krizin yaşandığı 1994'de, sermaye hesabı açığı 4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Kriz sonrasında, sermaye girişleri tekrar artarak, sermaye hesabı 1995'de 4.6 milyar dolar, 1996'da ise 9.7 milyar dolar fazla vermiştir (Yentürk, 2014).

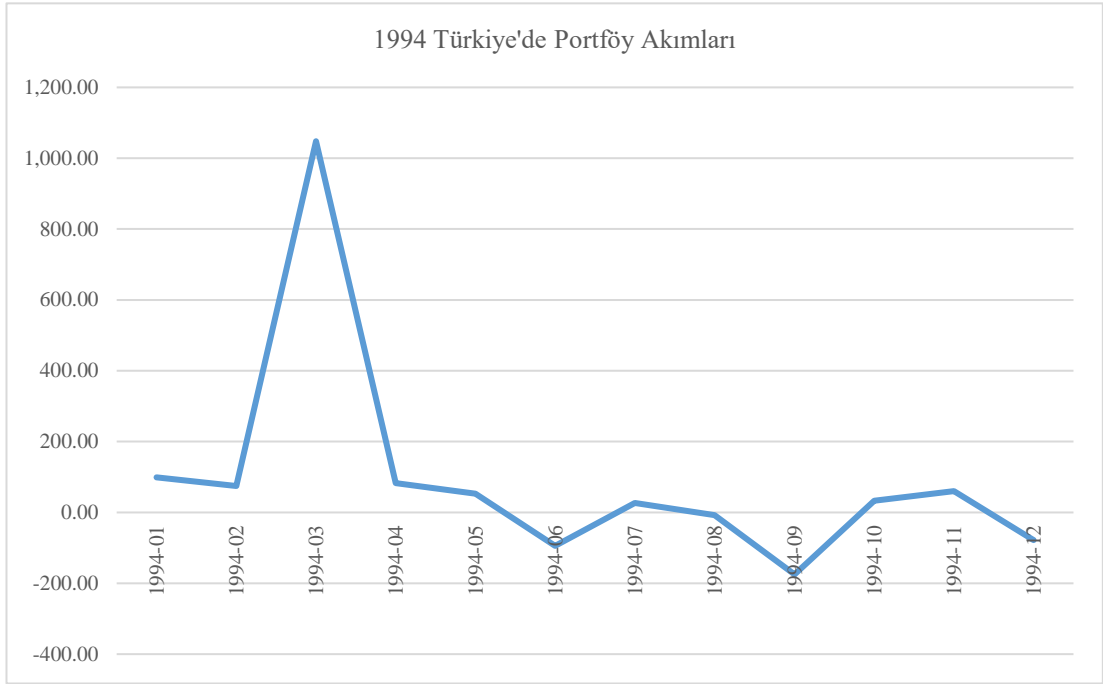
1990-1995 döneminde Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketleri yoluyla, artan ithalat ve kamu açığının finansmanı mümkün olmuştur. Ekonomide bu dönemde yaşanan yüksek büyüme oranları da artan ithalat ve kısa vadeli sermaye pahasına gerçekleşmiştir. Ancak kısa vadeli sermaye girişlerinin yoğunluğu, reel kurun değerlendirilmesine sebep olarak ödemeler dengesini sürdürülebilir olmaktan çıkarmıştır. Cari işlemler açığının sürdürülebilir olması, ülkelerin uluslararası kredibiliteleri açısından önemli bir göstergedir. Cari işlemler açığının artışı, devalüasyon beklentilerini gündeme getirmiştir. Cari işlemler açığının finanse edilmesinde kısa

vadeli sermaye girişlerinin kullanılması önemli bir kriz sinyali olarak görülmekte olup, yatırımcılar tarafından takip edilmiştir. Merkez Bankaları, spekülatif sermaye hareketlerinin finansal piyasalarda yaratacağı dengesizlikleri gidermek ve reel kurun değer kazanmasını azaltmak için, yüksek miktarda rezerv tutmak zorunda kalmıştır (Türker Kaya, 1998).

Türkiye'nin 1994 yılında yaşamış olduğu krizde sıcak paranın etkileri oldukça fazladır. Son on yılda Türkiye'ye gelen sermaye yaklaşık 32 milyar dolardır. Bunun 14 milyar doları cari işlemler için ve net hata-noksanlıkları karşılamak amacıyla kullanıldı. Kalan 18 milyar dolar, ödemeler dengesi dışı faaliyetleri finanse etmek için kullanılmıştır. Merkez bankası 18 milyar dolardan 7 milyar doları borç olarak vermiştir. Bu durumda 11 milyar dolarlık bakiyeyi finanse etmek için Türkiye yabancı ülkelerin merkez bankalarından borç alıp geri ödemek zorunda kalmıştır. Türkiye'nin 1994 krizine yol açmasının sebeplerinden biri de elbette o günlerde pek çok spekülasyonun başlamasıdır. Türkiye 1994'te, bu 11 milyar dolar sayesinde aşırı değer kazanmış olan bir Türk Lirasına yakalanmış, bunun da bedelini ağır bir şekilde ödemiştir (Yıldırım, 1998).

Grafik 3.18 Türkiye'ye gelen kısa vadeli portföy hareketleriyle gerçekleşen spekülatif akımların 1994 krizine sebebiyet vermesini gözler önüne sermektedir. Şubat ayında sadece 75 milyon usd portföy girişi gerçekleşirken Mart ayında 1 milyar usd seviyelerine çıkması bilanço hesaplarını bozmuş ve istikrarsızlık yaratmıştır. Nisan ayında krizin patlak vermesiyle portföy girişi hızla 83 milyon usd seviyelerine düşmüş ve düşüş Temmuz ayına kadar devam etmiştir. Haziran 1994'de ülkeden 94 milyon usd portföy çıkışı olmuş ve finansal piyasalar güven kaybına uğratılmış, yatırımcılar Türkiye'yi terk etmeye başlamıştır. Temmuz ayında 27 milyon usd giriş gerçekleşmiş olmasına rağmen bu istikrarlı olmamış ve yatırımcıların Türkiye'yi terk etmesi sürmüştür. Eylül ayına gelindiğinde 175 milyon usd çıkış olmuş ve yıl sonuna doğru Aralık ayında da 78 milyon usd portföy yatırımcısı ülkeyi terk etmiştir.

Grafik 3.18: 1994 yılında Türkiye'ye gelen portföy yatırımlarının aylık dağılımı



Kaynak: TCMB EVDS

Türkiye'deki 1994 krizi ile Meksika ve Asya krizleri mukayese edildiğinde, aşırı değerlenmiş döviz kurunun ve Türkiye lehine olan ülkeler arası faiz farklılıklarının kısa vadeli sermaye girişlerini önemli ölçüde artırması gibi ortak bir nokta görülmektedir. Türkiye'deki 1990-1993 arasında yükselen sermaye akımı dalgası, 1990'ların ilk yarısında Latin Amerika ülkelerinde yoğunlaşan ve 1994-1995 Meksika krizi ile son bulan yabancı sermaye akımı ile çakışmıştır. 1990-1993 yılları arasında cari işlemler açığı toplamı 10 milyar doların altında kalmış, yabancı sermaye girişi 24.5 milyar dolar, sermaye çıkışı ise 10.3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1994 ekonomik krizi de, Güney Doğu Asya'da ortaya çıkan krizdekine benzer olarak, cari işlemler açığı, bunu finanse eden kısa vadeli sermaye girişi ile kendini göstermeye başlamıştır (Akyüz vd. 2002).

3.3.4 1995 Arjantin Krizi

1980 sonrası yabancı sermayenin odak noktası haline gelen Latin Amerika'da ülkelere çekilen sermayeler Brezilya ve Meksika'da fazla olan bütçe açıklarının kapatılmasında, Arjantin'de ise özel sektöre aktarılan kredilerde kullanılmıştır. Bir zamanlar dünyanın en büyük ekonomileri arasında yer alan Arjantin yapmış olduğu reformlarla uluslararası ekonomide güveni sağlamış ve ekonomi ciddi anlamda

büyümüştür. 1991-1994 arası yıllık ortalama %7,7 civarında bir büyüme gerçekleşmiştir.

1991-1994 yılları arasında Arjantin ekonomisine bakıldığında sabit kur uygulaması, yüksek faiz ve düşük enflasyon göze çarpmaktadır. Döviz kurunun değerli olması, dış ticaret açığı ve fazla miktarda yabancı sermaye girişi ekonomiyi kırılgan ve dışa bağımlı hale getirmiştir. Nitekim ABD dolarının diğer para birimleri karşısında değerlenmesi sonucu Arjantin ihracatında ciddi daralma meydana gelmiş, üretimde düşüşler yaşanmış, gelen yabancı sermaye hızla ülkeyi terk etmeye başlamıştır.

Arjantin başlangıçta izlediği farklı politikalarla kur rejiminin kendisini 1994 Meksika krizinden koruyabileceğini hesaplamıştır. 1990 yılında %7,4 olan işsizlik oranı, 1994'te %11,5'e, 1995'te %17,5'e kadar yükselmiştir. Ancak işsizlik sorununu çözebilmek için para kurulunu terk edebileceğine dair izlenimler, yabancı yatırımcıların Arjantin pesosuna karşı pozisyon almalarına sebep olmuş ve Aralık 1994'ten Mart 1995'e kadar ülkeden üç ayda, banka mevduatlarının yüzde 16'sını oluşturan yaklaşık 7,4 milyar dolarlık sermaye çıkışı yaşanmıştır (Goldstein vd. 1996).

3.3.5 1997-1998 Asya Krizi

1993 yılında Hong Kong ve Japonya dışındaki diğer Asya ülkeleri sabit kur sistemini uygulamıştır. Asya ülkelerindeki faiz oranının diğer ülkelere göre hayli yüksek olması uluslararası sermayenin bu ülkelere akmasını sağlamıştır. Sermaye girişinin artması, merkez bankalarını kur sistemi konusunda karar vermeye zorlamıştır, ya sabit kur devam edecek ya da esnek kur sistemine geçilecekti. Sonuç olarak Asya ülkelerinin çoğu sabit kuru devam ettirmeyi tercih ettiler.

Asya'daki finansal kriz, kendinden önceki ve sonraki birçok finansal kriz gibi, spekülasyon amaçlı sermaye akımlarıyla başladı. Tayland, Endonezya, Filipinler, Malezya ve Güney Kore gibi ülkelerdeki sermaye hareketleri, finansal varlıklarının değerini artırmış ve finansal piyasalarda yapay enflasyon yaratmıştır. Yabancı fonlarla borçlanmayı kolaylaştıran altyapı ülkeye sermaye girişini hızlandırmasına rağmen, reel üretimde değerlendirilemeyen bu fonlar gayrimenkul ve hisse senedi piyasalarında aşırı şişkinlik yaratmış ve fiyatlarda ciddi artışlar yaşanmıştır. Portföy yatırımları ve kredilerden oluşan yabancı sermaye, kısa sürede yüksek kazanç vadeden spekülasyon

alanlara yönelmiştir. Bu da bankaların bilançolarının bozulmasına ve ülkelerin kırılgan hale gelmesine neden olmuştur (Afşar, 2004).

Tayland ekonomisi 1997 öncesinde yılda ortalama %10 büyüyerek dünyanın en hızlı büyüyen ekonomileri arasına girmiştir. Ülkeye giren yabancı sermaye hacmi oldukça yüksek düzeydeydi. Baht'ın aşırı değerlenmesinin etkisiyle ihracat azalmaya başlarken, yabancı sermaye daha fazla kazanç elde edebilmek için spekülâtif alanlara yönelmiştir. Bunun sonucunda emlak ve borsa piyasaları suni biçimde şişmiştir. Kısa vadeli sermaye girişlerinde keskin bir düşüş yaşanarak, toplam sermaye girişlerinin 1995'de %62'si kısa vadeli sermaye iken, 1996'da %32'si kısa vadeli sermaye olarak gerçekleşmiştir.

Krizden etkilenen Asya ülkelerinden (Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland) 1997 yılında yaklaşık 19,7 milyar dolar sermaye çıkarken, diğer gelişen Asya ülkelerine 22,8 milyar dolar girmiştir. Krizden etkilenen Asya ülkelerinde sermaye çıkışları 1998'de artarak 45,3 milyar dolar olmuştur. Asya'daki diğer gelişmekte olan ülkelere çıkan 9,6 milyar dolarla, yükselen piyasa güveni bu dönemde azalmıştır. 1999 yılında gelişmekte olan piyasalara olan güven arttıkça Asya ekonomisine sermaye akışı yeniden başlamıştır.

Tablo 3.16 Asya ülkelerinde meydana gelen sermaye akımlarının 1994-1999 yılları arasındaki değişimini göstermektedir. Kriz sinyallerinin başladığı 1997 yılında Asya ülkelerine gelen yatırımlar 68.3 milyar usd azalarak 147.6 milyar usd giriş olarak gerçekleşmiştir. Portföy yatırımları ve özellikle spekülâtif amaçlı kısa vadeli yabancı yatırımlarda ciddi düşüşler yaşanmıştır. Krizden daha çok etkilenen 5 ülkedeki değişim 65.8 milyar usd giriş seviyesinden 20.4 milyar usd çıkış şeklinde olmuştur.

Tablo 3.16 Asya Ekonomilerinde Net Sermaye Hareketleri (Milyar dolar)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Asya Ülkeleri Toplamı						
Özel Sermaye Akımları	136,3	226,9	215,9	147,6	75,1	80,5
-Direkt yatırımlar	84,0	92,6	113,2	138,6	143,3	149,8
-Portföy yatırımları	109,6	36,9	77,8	52,9	8,5	23,3
-Diğer Yatırımlar	-57,3	97,4	24,9	-43,9	-76,7	-92,5
Asya'daki Beş Ülke ¹						
Özel Sermaye Akımları	36,1	74,2	65,8	-20,4	-25,6	-24,6
-Direkt yatırımlar	8,8	7,5	8,4	10,3	8,5	10,2
-Portföy yatırımları	9,9	17,4	20,3	12,9	-6,0	6,3
-Diğer Yatırımlar	17,4	49,2	37,1	-43,6	-28,2	-41,1
Asya'daki Diğer Ülkeler						
Özel Sermaye Akımları	27,5	30,8	38,3	19,0	-17,0	-2,5
-Direkt yatırımlar	38,3	39,1	44,6	45,1	49,7	39,6
-Portföy yatırımları	1,8	-3,2	-7,4	-9,4	-11,9	-11,9
-Diğer Yatırımlar	-12,7	5,1	1,1	-16,7	-54,7	-30,2

Kaynak: S. Rajan Ramkishan, "International Financial Liberalisation in Developing Countries: Lessons from Recent Experiences", Centre For International Economic Studies Discussion Paper, 2002. **Not:** Tayland, Endonezya, Filipinler, Malezya, Güney Kore¹

3.3.6 1998 Rusya Krizi

Rusya'da 1990'larda başlayan piyasa ekonomisine geçiş ile sermaye hesabı liberalleşmeye başlamıştır. Bu kapsamda bankacılık sistemi, döviz piyasası ve pazar özgürlüğü uygulamaları hayata geçirilmiş, öncelikle sermaye hesaplarının serbestleştirilmesine ve doğrudan yatırıma izin verilmiştir. 1994 yılında ise yabancı yatırımcılara kısıtlı da olsa portföy yatırımı yapabilme hakkı tanınmıştır. 1998'e gelindiğinde ise, serbestleşme aşaması tamamlanarak yabancı yatırımcılara yönelik portföy yatırım engelleri kaldırılmıştır. Ağustos 1998'de Rusya, sermayeyi kontrol altında tutma adımlarını artırarak, borç moratoryumu ilan etmiştir. Diğer yandan kayıt dışı ekonomi ülkede yüksek düzeyde söz sahibiydi. Öyle ki kayıt dışı ekonominin büyüklüğü, Rusya ekonomisinin %50'si kadar olarak hesaplanıyordu. Vergi kayıplarını da artırarak sürekli bütçe açıklarına sebep olan bu gelişmelere, 1997'deki Asya krizinin sermaye piyasalarında korku yaratarak değer kaybına sebep olması da eklenince, ülkeden kısa vadeli sermaye hızlıca kaçmaya başlamış ve Rusya ekonomisi borçlarını döndüremez hale gelmiştir (Eroğlu vd. 2002).

Rusya'nın ekonomik temelleri açısından durumu, zayıf finansal yönetim, yüksek borçlarla bütünleşmiş sıkı bir para politikasıyla düşürülen enflasyon ile belirginleşmekteydi. Dış borçlanmanın artması, ülkenin kriz beklentisine girmesi ile birlikte sermaye akışı tersine dönmeye başlamıştır. Asya krizi ve petrol fiyatlarındaki düşüşlerle ihracat gelirlerinin azalması etkisine sebep olan dış şoklar ödemeler dengesi üzerinde baskı yaratırken diğer yandan bütçeyi dış borçla finanse etmeye çalışan hükümetin ruble nin istikrarını devam ettirme çabası, devlet kâğıtlarının değerinin aşırı azalmasına yol açtı. Yabancı yatırımcılar hem devlet kâğıtlarını hem de ruble satışlarını artırdılar. Bu da, kamu kâğıtlarını kullanarak dışardan borçlanan bankaların, kâğıtların değeri düştükçe borçlarını döndüremez hale gelmesine neden oldu.

Rusya'da 1997'li yıllarda başlamış olan ekonomik dar boğazlar Temmuz 1998 yılında kötüleşmeye başlamış ve 17 Ağustos 1998 yılında rublenin devalüe edilmesi sonucunda, döviz hareketleri üzerinde sermaye hareketlerinin kısıtlandırılması açısından, 90 günlük moratoryum ilan edilmesi ile birlikte bir finansal kriz meydana gelmiştir.

3.3.7 1999 Brezilya Krizi

1993-1997 yılları aralığında Brezilya'da cari hesap açıkları artmış ve bu açıklar da o döneme kadar görülmemiş seviyelerdeki sermaye akımlarıyla finanse edilmiştir. 1995'te sermaye girişi 29 milyar dolardı ve bunun 20 milyar doları kısa vadeli sermaye girişiydi. Doğrudan yatırımın payı 1996'da 9 milyar dolardan 1997'de 16 milyar dolar düzeyine çıkmıştır.

Kısa vadeli spekülatif sermaye akımlarının Latin Amerika ülkelerini tercih etmesi 1996 yılı ile birlikte hacim kazanmışken, bu atıl fonların Brezilya'nın ekonomik yapısını sarsması 1997 Ekim ayında olmuştur. 23 Ekim 1997'de başlayan süreçte, Asya krizinin de etkisiyle, Brezilya'da olan yatırımcıların daha güvenli ve kazançlı olarak görülen Hong Kong'u tercih etmesi Brezilya borsasının üç hafta içinde %40 değer kaybetmesine neden olmuştur. Sonrasında sermayenin ülkeyi terk etmesi hız kazanmış, 1997-1998'de de sürmesi ülkeyi ekonomik olarak ciddi sarsmış ve finansal krize sürüklemiştir.

Real planı aracılığıyla düşük enflasyon ve yüksek büyüme başarısından, özelleştirme politikaları ile de gelişmekte olan ülkelere örnek gösterilmesinden dolayı uluslararası sermayenin tercihi olan Brezilya, bütçe disiplinini kaybederek, cari açığını

kısa vadeli sermaye akımları ile kapatmaya çalışmasının sonucunda kriz yaşamıştır. Aynı sıralarda Rusya'da yaşanan kriz de Brezilya açısından olumsuz etki oluşturmuştur. Brezilya ekonomisinden, krizi takip eden ilk üç ay içinde 30 milyar dolarlık bir sermaye kaçıışı yaşanmıştır. Bu gelişmelerle birlikte, ülke parası real in dolar karşısında devalüe edilmesi ve faizlerin yüksek seviyesi real i aşırı değerli hale getirmiştir. Ocak 1999 da 1 dolar 1.2 real e eşitken, Şubat ayında 2.5 olarak gerçekleşmiştir (Yay vd. 2001).

3.3.8 2000-2001 Türkiye Krizi

5 Nisan 1994 istikrar paketinde kısa vadeli sermaye girişlerine yönelik bir düzenleme yer almamıştır. Türkiye, 1995-1996 yıllarında da kısa vadeli sermaye girişleriyle yüksek kazanç sağlamaya devam etmiştir. 1994'ten beri ülke ekonomisi ulusal paranın yabancı para birimleri karşısında güçlenmesi, yüksek faiz oranları, dış ticaret açığındaki keskin artış ve dolarizasyon tehdidi ile karşı karşıya kalmıştır. Kriz sonrasında, spekülasyon sermaye artışlarının engellenmemiş olması, istikrar paketinde uzun dönemli ve sürdürülebilir sağlam gelirler toplamak amacıyla önlemler alınmamış, bunun için de kısa dönemli borç servislerini, kısa dönemli sermaye girişleri yoluyla ödemenin tercih edildiği politikalar izlenmeye devam edilmiştir (Yentürk, 2014).

1997 Asya ve 1998 Rusya krizlerinin Türkiye'ye doğrudan etkisi olmamıştır. Önceleri daha çok bölgesel olarak algılanan bu krizler, bir süre sonra Türkiye'nin de aralarında bulunduğu bütün GOÜ için ortak bir sorun haline gelmiştir. Bunun sonucunda ise bu ekonomileri tercih eden yatırımcılar kısa süreli yatırımlarını geliştirmekte olan ekonomilerden çekme düşüncesine girmişlerdir. Krizin başlangıcında Türkiye bu aşamadan daha fazla etkilenmiş, zamanla uluslararası borsalardan borçlanma sorun haline gelmiş ve bu gelişmeler ödemeler dengesini etkilemeye başlamıştır (Eğilmez, 2010).

Gelişmekte olan ülkelerde, serbestleşme sonrası yabancı sermaye girişi, genellikle borçlanma yoluyla olmakta ve döviz kurunun belli bir kurala göre belirlenmesinin ardından hızlı bir borçlanma süreci yaşanmaktadır. Türkiye'de de bu durum çerçevesinde sırasıyla hızlı bir parasal genişleme, talep patlaması, enflasyon artışı, yerli paranın reel olarak değer kazanması ve ithalat artışı gerçekleşmiştir. Yabancı sermaye girişi, borçlanma yoluyla yapılmış ise yani doğrudan yabancı yatırım

şeklinde yapılmamışsa, programın yürütmesinde en ufak aksaklıkta spekülâtif ataklar oluşarak, kriz gerçekleşmektedir. Türkiye’de Kasım 2000’de söz konusu şüphe, daha çok bankacılık kesiminde oluşmuş, bankalar yılsonunun da etkisiyle açık pozisyonlarını kapatma telaşına düşmüşlerdir.

2000 yılında cari işlemler açığı GSYİH’nin %5 ine kadar tırmanmıştır. Bu oranın 1994 yılında Meksika’da %1,5, Güney Kore’de %1, Endonezya’da %1,5, Tayland’da %4,3 olduğu hesaba alınırsa Türkiye’de ne kadar ciddi bir sorun olduğu ortaya çıkmaktadır. Türkiye 2000 sonbaharından sonra cari açık bakımından en riskli bölgeye girmiştir. Hızla artan bu cari açığın kapanması yabancı sermaye girişleriyle mümkün olabilmektedir. Ancak 2000 yılında hem kısa vadeli portföy yatırımlarında hem de doğrudan yapılan yatırımlarda önceki yıla göre ciddi azalışlar gözlenmektedir. Ekim ayındaki enflasyonun beklenenin çok üzerinde hesaplanması, özelleştirmede yaşanan zorluklar ve engeller, Arjantin krizinin de etkileri ve bankacılık sektöründeki yolsuzlukların gündeme yansması piyasaya olan güveni sarsmıştır. Bu gelişmeler ise yabancıların TL cinsi menkul kıymet yatırımlarından çıkmasına ve Eylül ayında ciddi satışlar yaparak net sermaye hareketlerinin 2000 yılı için ilk defa negatife dönmesine yol açmıştır. Net sermaye akımının negatife çevrilmesi bir krizin olacağına dair en önemli işaret olmuştur.

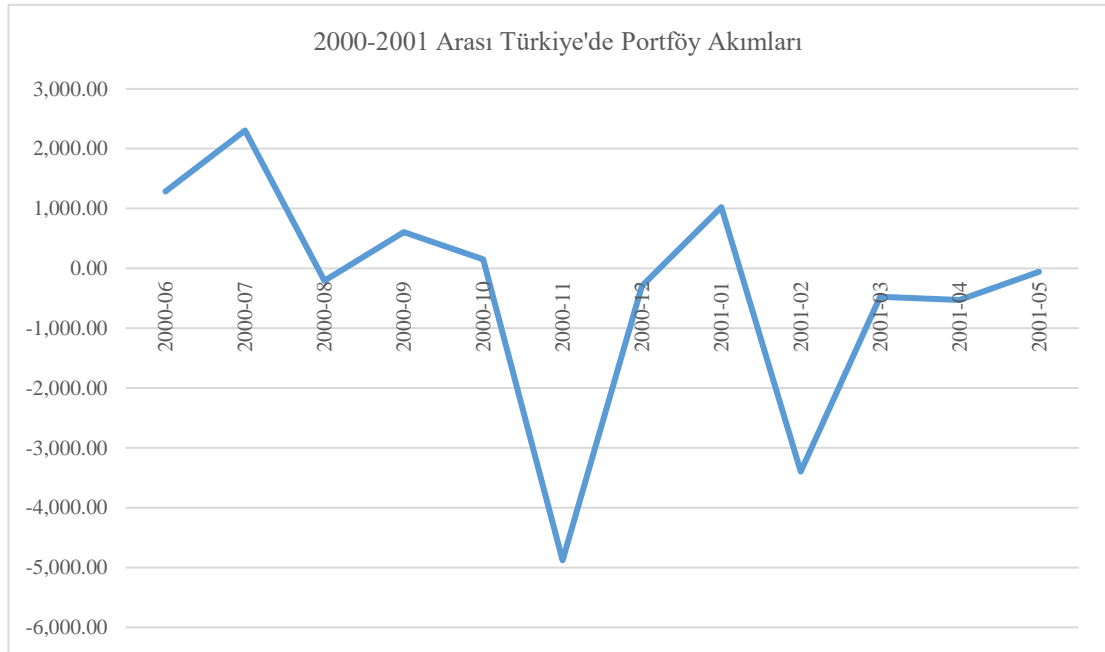
Enflasyon ve faizin yükselmesinin önü alınamamış, döviz kurları dalgalanmaya bırakılmıştır. TL nin devalüe edilmesi banka bilançolarını bozmuş, özel sektöre verilen kredilerde kısıtlamalar yaşanmıştır. Türkiye kredibilitesini kaybetmiş ve kredi notu düşmüş, piyasalara olan güven sarsılmıştır. Böylelikle hem özel sektör hem de finansal sektör ciddi yaralar almıştır. Eylül 2000 ve Şubat 2001 aralığında Türkiye’den 6 milyar dolarlık sermaye çıkışı olmuştur. Krizin atlatılması için ortaya konan istikrar programı çerçevesinde Aralık 1999 – Aralık 2001 tarihleri arasında ülkeden çekilen toplam yabancı yatırımlar 28 milyar dolarla GSYİH oranının yaklaşık %14 üne tekabül etmektedir. Tüm bu süreçte Türkiye yabancı yatırımcıların tercih etmediği ülke konumuna gelmiştir.

Sıcak paraya endeksli yaşanan bu krizler sadece finansal kesimde değil, aynı zamanda reel sektörde de önemli boyutlarda zarara sebep olmuştur. 19 Şubat 2001 krizi ve 22 Kasım 2000 krizi, banka iflaslarının artmasına, birçok işletmenin kapanmasına ve yüksek işsizliğe yol açmıştır. Sonuç olarak, gelir dağılımı önemli

ölçüde kötüleşirken, nüfusun küçük bir kısmı çok zenginleşti ve çoğunluğu açlık, mali sıkıntı yaşamaya başlamıştır. Sonuç olarak, kriz öncesi ve kriz sırasında kısa vadeli yabancı sermaye giriş-çıkışı, krizin ortaya çıkmasında ve büyümesinde önemli bir etkiye sahip olmuştur (Kazgan, 2002).

Grafik 3.19 2000-2001 Türkiye krizinin sebeplerinden biri olan sıcak para girişinin aylık dağılımını göstermektedir. Açıkların sürekli artması, kısıtlı döviz rezervleri ve sıcak para girişlerin aniden tersine dönmesi ülkeyi 2000-2001 krizinin eşiğine getirmiştir. Kasım 2000'de Türkiye'den 4.9 milyar usd portföy çıkışı adeta ekonomiyi sarsmış ve krizin derinleşmesine neden olmuştur. 2 ay gibi kısa sürede yabancı yatırımcılarla görüşmeler yapılmış ve toparlanma izlenimi verilmiştir. Fakat bu sefer Şubat 2001'de yaşanan siyasi krizin etkisiyle de 3.4 milyar usd portföy çıkışı krizi daha derinleştirmiştir. Ekonominin toparlanması ancak IMF ile mümkün olmuştur. 2000 yılında ekonomik politika değişikliğine giderek büyümeyi hedefleyen Türkiye IMF ile stand-by anlaşması yapmış ve enflasyonun düşürülmesini, ekonomik büyümeyi hedef alan GEGP (Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı) ilan etmiştir.

Grafik 3.19: 2000-2001 arası Türkiye'ye gelen portföy yatırımlarının aylık dağılımı



Kaynak: TCMB EVDS

4. LİTERATÜR TARAMASI

Alagöz vd. (2008), 1992-2007 yılları arasında çeyreklik veriler ile DYY ve GSYİH arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Veriler TCMB EVDS' den alınmıştır. DYY verileri yalın halde durağan olmasına rağmen GSYİH verileri ise birinci dereceden durağan çıkmıştır. Değişkenlerin durağanlığı test edildikten sonra, DYY ve ekonomik büyüme (GSYİH) arasında çift yönlü şekilde nedensellik analizi gerçekleştirilmiştir. Buna göre %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde iki taraflı olarak nedensellik ilişki mevcut değildir.

Mucuk vd. (2009), DYY ile ekonomik büyüme arasındaki nedensel bağıntıyı, Türkiye ekonomisi için 1992-2007 yılları arasındaki aylık verilerle incelemişlerdir. ADF ve PP birim kök testi değerleri % 1, % 5 ve % 10 anlamlılık düzeylerindeki MacKinnon kritik değerlerinden mutlak olarak daha küçük çıktığı için DYY ile ekonomik büyüme serilerinin orijinal düzeyde durağan oldukları sonuca ulaşılmıştır. Tahmin edilen VAR modeli sonuçlarından hareketle ekonomik büyüme ve DYY arasında karşılıklı pozitif bir bağıntı bulunduğu görülebilmektedir. Eş bütünleşme deneyinin bir sonucu olarak, DYY ve ekonomik büyüme değişkenleri uzun dönemde birlikte hareket etmektedir. Granger nedensellik testi, değişkenlerin birbirinin nedeni olduğunu göstermektedir. Etki-tepki fonksiyonları ekonomik büyümenin DYY'ye ve DYY'nin de ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunduğunu göstermektedir. Varyans ayrıştırma ile ekonomik büyümenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisinin daha zayıf olduğu anlaşılmaktadır.

Ayaydın (2010), 1970-2007 döneminde ekonomik büyümenin temel göstergesi kabul edilen GSMH ile DYY arasında ilişki olup olmadığı üzerine incelemelerde bulunmuştur. Çalışmada birim kök analizi, JJ Koentegrasyon testi ile VAR nedensellik analizi ve varyans ayrıştırması yöntemleri kullanılmıştır. VAR nedensellik analizi ve varyans ayrıştırmasıyla DYY'den GSMH'ye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi saptanmıştır.

Yılmaz (2010), 1991-2007 arasında çeyreklik veriler ile GSYİH, DYY, ihracat ve ithalat değerleri arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik analizi yardımıyla test etmiştir. Çalışmada ithalat ve ihracat ile ekonomik büyüme arasında karşılıklı bir nedensellik sonucuna ulaşırken, DYY ile ekonomik büyüme arasında güçlü bir nedensellik ilişkisinin olmadığı ortaya çıkmıştır.

Hayakawa vd. (2011), ÇUŞ'ların DYY kararlarını etkileyen politik ve finansal risk faktörlerini belirlemek üzere 60'ı GOÜ olmak üzere 90 ülkenin 1987-2007 yılları arasındaki DYY girişlerini analiz etmişlerdir. Araştırmalar, yatırım kararlarının alınmasında siyasi riskin finansal riskten daha önemli olduğunu göstermektedir.

Arık vd. (2014), Türkiye'nin de dâhil olduğu 8 yükselen ülke ekonomisine yönelik DYY'lerin belirleyicileri üzerine yaptıkları çalışmada 1990-2011 dönemine ait verileri panel veri analizi ile incelemişlerdir. Ev sahibi ülkenin pazar büyüklüğünün, ülkelerin açıklığının ve enflasyon düzeyinin doğrudan yabancı yatırım girişini etkilediği görülmüştür.

Emir vd. (2014), 1983-2012 arası yıllık verilerle GSYİH ve DYY arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testiyle incelemişlerdir. Yapılan birim kök testlerinde DYY ve GSYİH hem düzey değerde hem de birinci farkları alındığında durağan oldukları sonucuna ulaşmışlardır. Granger nedensellik testine göre ise Türkiye'de DYY'nin ekonomik büyümenin nedeni olduğu ortaya çıkmıştır.

Aslan vd. (2014), Türkiye ekonomisi için 1998-2011 yılları arasında çeyreklik verilerden hareketle kısa vadeli sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Granger nedensellik testini kullanan çalışmada, GSYİH'ye kısa vadeli sermaye girişlerinden tek taraflı nedensellik olduğu sonucuna varılmıştır. Yani, kısa vadeli sermaye akımlarının GSYH üzerinde etkisi vardır ve alınacak makroekonomik kararlarda mutlaka bu tür sermaye akımlarının da dikkate alınması gerekmektedir.

Sofilda vd. (2015), 6-ASEAN ülkesinde (Endonezya, Malezya, Singapur, Tayland, Filipinler, Vietnam) 2004-2012 dönemleri arasında doğrudan yabancı sermaye girişlerini etkileyen faktörler analiz edilmiştir. Doğrudan yabancı yatırım bağımlı bir değişken olarak kullanılmış ve bağımsız değişken olarak GSYİH, küresel rekabet, faiz oranları, döviz kurları ve ticarete açıklık değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmada panel veri yöntemi kullanılmıştır. Sonuç olarak beş bağımsız değişkenden

üçünün (küresel rekabet, GSYH, ticari açıklık) ASEAN-6 ülkelerinde doğrudan yabancı sermaye girişlerini pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı etkilediği görülmüştür. Bu üç değişkenden özellikle GSYİH değişkeni, doğrudan yabancı yatırım üzerinde önemli bir faktördür.

Agrawal (2015), 1989-2012 dönemleri arasında BRICS ülkelerinde (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Çalışmada panel eş bütünleşme ve panel nedensellik yöntemleri kullanılmıştır. Sonuç olarak, doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyüme arasında uzun vadeli bir ilişki vardır. Ayrıca uzun dönemde nedenselliğin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ekonomik büyümeye doğru olduğu görülmüştür.

Waqas vd. (2015), Doğu Asya ülkelerinde (Çin, Hindistan, Pakistan ve Sri Lanka) 2000-2012 dönemi için makroekonomik faktörler ve portföy yatırımları ilişkilerini inceledikleri çalışmada, yüksek faiz oranları, yerel paranın değer kaybetmesi, DYY, düşük enflasyon ve yüksek ekonomik büyüme hızının portföy yatırımları oynaklığını azalttığı sonucuna ulaşmışlardır. Sonuç olarak portföy yatırımlarının istikrarlı makroekonomik göstergeleri tercih ettiği belirtilmiştir.

Zghidi vd. (2016), ekonomik özgürlük, ekonomik büyüme ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişki dört Kuzey Afrika ülkesi (Tunus, Fas, Cezayir, Mısır) için 1980-2013 dönemleri arasında analiz edilmiştir. Araştırmalarda panel veriler kullanılmıştır. Sonuç olarak, doğrudan yabancı yatırım ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir korelasyon vardır. Ek olarak, ekonomik özgürlüğün doğrudan yabancı yatırımı dengelediği görülmüştür.

Hussain vd. (2016), 1973-2014 dönemleri arasında Bangladeş'te ekonomik büyüme, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve ticaret arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Çalışmada Vektör Hata Düzeltme Modeli kullanılmıştır. Analiz, değişkenler arasında uzun vadeli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ticaret ve doğrudan yabancı yatırımın da ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu gösterilmiştir.

Acar (2016), 2001-2015 yılları arasında Türkiye'de yabancı sermaye yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Araştırmada ekonomik büyüme ve DYY verileri 2001-2015 yılları arasında yıllık bazda kullanılmış olup, Dünya

Bankası'ndan alınmıştır. Değişkenlerin birim kök testleri yapılarak, durağanlık durumları ve entegrasyon dereceleri tespit edilmiş ,ADF ve PP, % 1-5-10 değerleri için anlamlı olarak değişkenler seviyede durağan çıkmıştır. Sonrasında Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre ekonomik büyüme ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında herhangi bir ilişki bulunamamıştır.

Haydaroğlu (2016), ekonomik özgürlükler, ekonomik büyüme ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişki BRICS ülkeleri için 1995-2013 dönemleri arasında analiz etmiştir. Çalışmada panel veri yöntemi kullanılmıştır. Sonuç olarak, tüm ekonomik özgürlük endeksleri ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Doğrudan yabancı yatırımın da ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkisi olduğu görülmüştür. Ekonomik özgürlük ve doğrudan yabancı yatırımın ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu da gösterilmiştir. Beş alt başlıkta ele alınan ekonomik özgürlük endeksinden kamu harcamaları endeksinin büyüme ile negatif ilişkisinin olduğu görülmüştür.

Acaravcı vd. (2017), Türkiye ekonomisinde doğrudan yabancı yatırımlar ve dış ticaretin ekonomik büyüme üzerine etkisini zaman serisi yöntemiyle incelemişlerdir. Araştırmada 1998-2015 arası veriler çeyreklik bazda kullanılmıştır ve TCMB'den alınmıştır. ADF testine göre tüm değişkenler düzeyde durağan değilken, birinci farkları alındığında durağanlık koşulu sağlanmıştır. Seriler arasındaki uzun dönemli ilişkiyi incelemek adına yapılan eş bütünleşme analizlerinde serilerin eş bütünleşik olmadığı yani aralarında uzun dönemli bir ilişki olmadığı tespit edilmiş olup VAR modeli kurularak etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma teknikleriyle Granger Nedensellik analizi uygulanmıştır. İlk model büyümeden ihracata tek yönlüdür, ikinci model ise ithalatın hem doğrudan yabancı yatırımın hem de büyümenin nedeni olduğu saptanmıştır. Buna ek olarak, doğrudan yabancı yatırım ekonomik büyümenin nedenidir. Son model, dış ticaret ve doğrudan yabancı yatırım ile büyüme arasında tek yönlü bir nedensel ilişki olduğunu göstermektedir.

Kahveci vd. (2017), DYY ile ekonomik büyüme, istihdam ve sermaye birikimi arasında nedensellik ilişkileri 1984-2015 döneminde Türkiye ekonomisi için Sims ve DL-VAR nedensellik yöntemleri ile incelemişlerdir. Veriler yıllık bazda olup TCMB ve Dünya Bankası'ndan alınmıştır. Seriler ADF ve PP testi sonuçlarına göre düzey değerinde birim kök içermekte (durağan değil) iken, birinci dereceden farkları

alındığında durağan hale gelmektedir. JJ eş bütünleşme testinde DYY ile diğer değişkenler arasında herhangi bir uzun dönem ilişki tespit edilememiştir. Analiz, ekonomik büyüme, sermaye birikimi ve doğrudan yatırım arasında pozitif, tek taraflı bir nedensel ilişki olduğunu, ancak doğrudan yabancı yatırım ile istihdam arasında nedensel bir ilişki olmadığını göstermektedir. Aynı zamanda genelleştirilmiş etki tepki ve varyans ayrıştırma analizleri de Sims ve DL-VAR nedensellik yöntemleri sonuçlarını desteklemektedir.

Koyuncu (2017), Türkiye’de doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik büyüme ve istihdam arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığını incelemiştir. FDI, GDP ve işsizlik oranı dataları kullanılmış ve 1990-2015 yıllarını kapsayan yıllık veriler TCMB EVDS’den elde edilmiştir. Birim kök testinde değişkenlerin birinci farkı alındığında durağan hale gelmiştir. Eş bütünleşme testinde ise %5 anlamlılık düzeyinde doğrudan yabancı yatırımlar, ekonomik büyüme ve istihdam serileri arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Granger Nedensellik testine göre ise doğrudan yabancı yatırımlardan ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Diğer taraftan doğrudan yabancı yatırımlar ve istihdam arasında herhangi bir nedenselliğe rastlanmamıştır.

Karaçor vd. (2017), Türkiye’deki DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi ortaya koyma amacıyla incelemelerde bulunmuşlardır. Çalışmada 1989-2015 arası veriler TCMB ve TÜİK’den alınarak kullanılmıştır. ADF ve Phillips-Perron birim kök testleri sonucuna göre veriler düzey değerinde durağan çıkmış olup Johansen Koentegrasyon test sonuçlarına göre uzun dönemli bir ilişkiye rastlanmıştır. Sonrasında yapılan Granger nedensellik testine göre DYY ile ekonomik büyüme arasında bir ilişki bulunamamıştır.

Ünsal (2017), DYY’nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini Türkiye ve OECD ülkeleri özelinde zaman seri analizi ve panel analizleriyle araştırmıştır. Çalışmada 1974-2015 arası veriler kullanılmış ve Dünya Bankası’ndan elde edilmiştir. Türkiye için GDP, FDI ve ihracat verileri kullanılmıştır. Birim kök testlerinde seriler düzey değerinde durağan değilken birinci farkları alındığı zaman durağan hale gelmişlerdir. Cointegration testinde ise DYY ile ekonomik kalkınma arasında eş bütünleşme tespit edilememiştir.

Dereli (2018), 1995 ve 2017 yılları arasında Türkiye’de DYY ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmada GSYİH ve DYY değişkenleri 1995-2017 arası yıllık bazda OECD’den temin edilen verilerle değerlendirmeye alınmış olup sırasıyla Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi, Toda-Yamamoto yaklaşımına dayalı nedensellik testi, Johansen Koentegrasyon testi ve Hata Düzeltme Modeline Dayalı Granger nedensellik testi uygulanmıştır. ADF deneyinde serilerin düzey değer açısından durağan olmadığı, ilk farkları elde edildiğinde durağan olduğu görülmüştür. Çalışmada gerçekleştirilecek analizler için kurulacak Vektör Otoregresyon (VAR) modelinde gecikme uzunluğunun belirlenmesinde AIC (Akaike Information Criteria), SC (Schwarz Criterion) ve HQ (Hannan Quinn Criterion) bilgi kriterleri araştırılmış ve gecikme uzunluğu 3 olarak belirlenmiştir. Toda Yamamoto yaklaşımına dayalı nedensellik analizine göre doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile büyüme arasında kısa dönemli bir ilişki mevcut değildir. Eş bütünleşik vektör tespit edilmiştir ve doğrudan yabancı yatırım ile büyüme arasındaki uzun vadeli ilişki olduğu kabul edilmiştir. Sonuç olarak, doğrudan yabancı yatırımdan büyümeye tek yönlü bir nedensel ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Doruk (2018), dış borçlar ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Türkiye özelinde 1970-2014 arası verilerle incelemiştir. Bayer-Hanck eş bütünleşme testinin kullanıldığı çalışmada elde edilen sonuçlar dış borçların ekonomik büyümeye uzun vadede bir etkisinin olmadığı, dış borçlar-tasarruflar, sermaye-hasıla katsayısı ve beşeri sermaye kanallarından ekonomik büyümeye katkı sağlanmadığı yönündedir.

Topuz vd. (2019), 1974-2016 dönemleri arası veriler ile Toda ve Yamamoto (1995) nedensellik testi, Granger ve Yoon (2002) saklı eş bütünleşme testi, Hatemi-J (2012) asimetrik nedensellik testi ve Hatemi-J (2014) asimetrik etki tepki fonksiyonlarını kullanarak gerçekleştirdikleri çalışmadan elde ettikleri bulgulara göre, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümenin nedeni olduğu ama bu nedensellikte asimetrik bir ilişkinin olduğu ifade edilmiştir.

Balkanlı (2019), GSYİH ile DYY arasındaki nedensellik ilişkiyi incelemiştir. Tüm veriler Usd bazlı olup Dünya Bankası’ndan derlenmiştir. Araştırmada Koentegrasyon ve durağanlık analizi kullanılmıştır. Değişkenler seviyede durağan olmamasına rağmen birinci farkları alındığında durağan hale gelmiştir. Dış yatırımlar ile GSYİH arasında eş bütünleşik ilişkiden söz etmek mümkündür. Hata terimlerinin

durağanlığına bakıldığında, level (seviye) de durağan olup, GSYİH-FDI arasında 0,68 oranında bir eş bütünleşik uzun dönem ilişkisi söz konusudur.

Ağır vd. (2019), Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerine etkisini zaman serileri ekonometrisiyle incelemişlerdir. 1971-2017 arası yıllık veriler kullanılmış olup, Dünya Bankası'ndan alınmıştır. ADF testinde seriler seviyelerinde durağan değilken; birinci farklarında durağan olmuştur. Değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin olmaması ilgili değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket etmediğini göstermektedir. Granger nedensellik testine göre DYY'nin ekonomik büyümenin nedeni olmadığı, benzer şekilde ekonomik büyümenin de DYY'nin nedeni olmadığı kabul edilmiştir.

Canbay vd. (2020), Türkiye'de DYY'nin işsizlik oranına etkisini tespit etmek üzere incelemeler yapmışlardır. Bu bağlamda 1991-2016 dönemine ait verilerle ARDL sınır testi ve Granger nedensellik testi kullanmışlardır. Veriler Dünya Bankası'ndan alınmıştır. Değişkenlerin birinci farkları alındığı takdirde %1 istatistiksel anlamlılık düzeyinde durağan hale geldiği görülmektedir. Yapılan ARDL sınır testi sonuçlarına göre eş bütünleşme ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir. Bunun yanında doğrudan yabancı yatırımlar ile işsizlik arasında kısa dönemde istatistiki olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Fakat uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımlarda görülen %1'lik artış işsizliği yaklaşık olarak %0,96 oranında artırmaktadır. Ayrıca yapılan hata düzeltme modeline dayalı nedensellik analizi sonuçlarına göre uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımlardan işsizliğe doğru nedensellik ilişkisi bulunmaktadır.

Aslan (2020), dış borçlanmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Çalışmada 1998-2017 dönemleri arası çeyreklik veriler kullanılmıştır. Veriler T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı, FED ve IMF'den alınmıştır. Üç model aracılığıyla yapılan birim kök testlerinde verilerin düzey değerinde durağan olduğu görülmüştür. ARDL'nin sonuçları, kamuya ait uzun vadeli dış borcun Türkiye ekonomisinde pozitif, istatistiksel olarak önemli bir etkisi olduğunu göstermiştir. Özel sektör borçlanması ve doğrudan yabancı yatırımın, ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak önemsiz bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

5. VERİ VE METODOLOJİ

Sermaye hareketlerinin ülke ekonomisine etkileri literatürde oldukça araştırılan ve tartışılan bir konu haline gelmiştir. Özellikle 1980’li yıllarda finansal serbestleşme akımına dâhil olma yarışı içine giren ülkelerde ekonomik büyümenin ve kalkınmanın sağlanması için yabancı sermayeyi ülkeye çekme çabası kırılma noktaları artırmıştır. Haliyle bu akıma oldukça hazırlıksız yakalanan ülkeler tamamen dışa açılırken bir takım krizlerle baş başa kalmış ve sermaye hareketlerinden bekledikleri getiriye yakalamaktan ziyade mevcut ekonomiyi de koruyamamışlardır.

Normal şartlarda sermaye hareketlerine sınırlamalar koyarak tamamen üretime yönlendirebilen ülkeler bu akımların ülke ekonomisine olumlu katkı yaptığını rahatça görebilmektedir. Fakat gelen yabancı yatırımların daha çok kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı gözetilen cinsten olması, bu akımların ülke ekonomisine katkı yapmaktan çok ani terse dönmesiyle ülkeyi krize sürüklemekte ve ekonomide tahribat meydana getirmektedir. Hal böyle olunca ülkeler daha çok kısa vadeli sermayeye ihtiyaç duyarak ekonomiyi canlandırmak amacıyla geçici çözümler üretmektedir.

Bu tez çalışmasında Türkiye’de yabancı sermaye hareketleri içindeki en önemli ve kalkınmaya en büyük desteği veren doğrudan yabancı yatırımların Türkiye ekonomisi üzerine etkileri istatistiksel testler ile incelenmeye çalışılmıştır. Tüm ülkelerin finansal serbestleşme ile küresel piyasalara katılmasına Türkiye 1980 yılında çıkarılan 24 Ocak kararları ile ilk adımı atarak başlamıştır. O dönemlerde başlayan ve halen günümüzde de etkisini devam ettiren “Türkiye bu akıma katılmak zorunda mıydı?” sorusu sıkça tartışılmaktadır.

İstatistiksel testlerde kullanılan verilerimiz doğrudan yabancı yatırımlar, enflasyon, işsizlik ve GSYİH içindeki en büyük paya sahip olan ve GSYİH açıklanmadan yorum yapabilmemizi sağlayan sanayi üretimi endeksidir. Testlerde kullanılan verilerden doğrudan yabancı yatırımları TCMB EVDS ve Dünya

Bankası'ndan; işsizlik, enflasyon ve sanayi üretimi endeksi ise TÜİK'den alınmıştır. Tüm datalarımız aylık frekansta olup Ocak 2005 – Mayıs 2020 arasındaki dönemleri kapsamaktadır.

İşsizlik, enflasyon ve sanayi üretimi endeksi yüzdesel olarak değişim şeklinde açıklanırken, DYY rakamsal cinsten açıklanmaktadır. Durum böyle olunca tüm datalarda tek düzeliği sağlamak amacıyla bir önceki aya göre değişim alınarak yüzdesel hale getirilmiştir. Daha sonrasında değişkenlerin mutlak değerleri alınmış ve logaritmik değerleriyle testlere uygun hale getirilmiştir.

İlk olarak durağanlığın test edilmesiyle analizlere başlanmış ve sonrasında uygun gecikme uzunluğu belirlenerek VAR modeli kurulmuş ve yorumda bulunulmuştur. Daha sonrasında 4 değişken arasında eş bütünleşme olup olmadığının test edilmesi amacıyla Johansen Eş Bütünleşme testi uygulanmıştır. Sonraki aşama olarak etki – tepki grafikleri ile değişkenlerin birbirlerine olan etkileri hakkında çıkarımlarda bulunmuş ve en son olarak Varyans ayrıştırma testleriyle değişkenlere verilen şokların ne kadarının kendi üzerinden ne kadarının diğer değişkenler üzerinden açıklanabildiği sunulmuştur.

Zaman serileri, zaman içinde düzenli aralıklarla gözlemlenen verilerin istatistiksel olarak incelenmesini sağlamaktadır. Zaman serisi verilerinin özelliklerinin incelenmesi daha iyi modelleme ve daha etkin hesaplama avantajı sağlamaktadır. İktisadi ve finansal verilerin önemli bir bölümü zaman serilerinden ibarettir. Örneğin, günlük hisse senedi fiyatları ve yıllık işsizlik oranları gibi farklı alanlarda belirli bir süre boyunca çok sayıda seri toplanır. Zaman serileri trend, mevsimsel dalgalanmalardan, döngüsel bileşenlerden ve düzensiz hareketlerden oluşur.

Zaman serileri sahip oldukları bileşenlere göre stokastik ya da deterministik bir yapıya sahip olabilmektedir. Bir zaman serisinde, sıralı gözlemler birbiri ile ilişkili ise, gelecekte serinin alacağı değerler, geçmiş dönemdeki gözlemlerden yararlanılarak tahmin edilebilir. Bu şekilde tahmin edilebilen zaman serilerine deterministik zaman serisi denmektedir. Ancak çoğu zaman serisinin geçmişteki gözlem değerlerinden gelecekteki değerlerini tahmin etmek pek mümkün değildir. Zaman serilerinin gelecekteki değerleri kısmen tahmin edilebiliyorsa bu zaman serilerine de stokastik zaman serileri denmektedir (Chatfield, 1995).

Serilerin deterministik özellikleri ile ifade edilen, serilerde sabit, trend ve mevsimsellik etkilerin olup olmamasıdır. Serilerin stokastik özellikleri ise, daha çok değişkenlerin durağan olup olmadıkları ile alakalıdır. Ekonometrik çalışmalarda kullanılan tahmin metotları, incelenen serilerin durağan oldukları, yani ortalama, varyans ve kovaryansının zaman içinde değişmediği, öngörüsüne dayanır (Tarı, 2008).

5.1 Durağanlık Testleri (Birim Kök Testleri)

Zaman serilerinde en önemli olan kriter durağanlıktır. Durağan olmayan seriler ile kurulan regresyon modelinde, değişkenler arasında ilişki olmasa bile R^2 olduğundan büyük çıkar. Katsayılar anlamlı olmasına rağmen, t ve F testi sonuçları geçerli olmamaktadır. Bu durumda sahte regresyon sorunu ortaya çıkmaktadır. Stokastik süreç durağan değil ise, zaman serisinin geçmiş ve gelecek zaman aralıklarını matematiksel model ile göstermek genelde zor olmaktadır (Sevüktekin vd. 2007).

İncelenen serilerin zaman içindeki seyrini gösteren grafiklere bakıldığında trendin olup olmadığı, ortalama ve varyansın zaman boyunca değişip değişmediği araştırılarak serinin durağanlığı hakkında yorum yapılabilir. Zaman içinde seride düzensiz artış ya da azalışların olması, serinin durağan olmadığını gösterir. Serilerin grafikleri durağanlık hakkında önemli ipuçları vermesine karşın kesin yorum yapabilmek için istatistiksel testler yapılmalıdır (Bozkurt, 2007).

Analizlerde kullanılan serilerin durağan olmaması, yanıltıcı sonuçlara yol açar. Bu nedenle ilk olarak serilerin durağanlığı incelenmeli ve tahminler durağan olan seriler üzerinde gerçekleştirilmelidir. Bu konuda durağanlığın incelenmesi için yaygın olarak kullanılan birim kök testleri şunlardır: Dickey - Fuller (DF) Testi, Genişletilmiş Dickey - Fuller (ADF) Testi, Phillips - Perron (PP) Testi, Kwiatkowski - Phillips - Schmidt - Shin (KPSS) Testi, Ng - Perron Testi, Said - Dickey Testi, Hall Testi, Sims Testi.

5.1.1 Dickey – Fuller (DF) Testi

Literatürde ve araştırmalarda en çok kullanılan birim kök testi Dickey-Fuller tarafından geliştirilen ve parametrelerin en küçük kareler (EKK) tahmin edicisinin dağılımına dayanan birim kök testidir (Dickey vd. 1979).

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + e_t$$

Dickey-Fuller birim kök testi yukarıdaki şekilde modellenmiştir. Modellenen otoregresif süreçte Y_t ifadesi, e_t sıfır ortalama ve σ^2 varyanslı, bağımsız normal rastsal bir değişken dizidir. İfade edilen ρ 'nin regresyon tahmin edicisinin özellikleri $\rho = \pm$ varsayımına dayanmaktadır.

Y_t nin durağanlığının araştırılmasında kurulacak hipotez testleri aşağıdaki gibidir.

$$H_0 : |\rho| \geq 1 \quad (\text{Seride birim kök vardır ve seri durağan değildir.})$$

$$H_1 : |\rho| < 1 \quad (\text{Seride birim kök yoktur ve seri durağandır.})$$

Dickey ve Fuller çalışmalarında birim kök testi için test aşamalarını aşağıdaki gibi belirlemişlerdir.

$$(1) \Delta Y_t = (\rho - 1) Y_{(t-1)} + e_t$$

$$(2) \delta = (\rho - 1)$$

$$(3) \Delta Y_t = \delta Y_{(t-1)} + e_t$$

Burada Δ fark alma işlemidir. $\delta = \rho - 1$ 'dir ve $\rho = 1$ hipotezinin sınanması $\delta = 0$ hipotezinin sınanması ile aynıdır.

Yukarıda verilen modellemeler aracılığı ile gerçekleştirilen ADF birim kök testi ile değişkenlerin durağan olmadığı sıfır hipotezi söz konusu değişkenlerin durağan olduğu alternatif hipotezine karşı sınanmaktadır. Test sonucu oluşan istatistiki değerler MacKinnon kritik tablo değerleri ile karşılaştırılır. Elde edilen değer tablonun değerinden büyükse, sıfır hipotezi reddedilmez ve kabul edilir, yani seri durağan değildir. Aksi takdirde, sıfır hipotezin reddedildiği ve alternatif hipotezin kabul edildiği anlamına gelir, bu durumda serinin durağan olduğu varsayılır.

5.1.2 Genişletilmiş Dickey – Fuller (ADF) Testi

Hata terimlerinin otokorelasyonlu olması durumunda birim kökün varlığını test etmek amacıyla Dickey ve Fuller 1979 ‘daki birim kök testini geliştirmişlerdir. Genişletilmiş Dickey – Fuller (ADF) testinde, bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri eşitliğin sağ tarafına eklenerek hata terimlerinin otokorelasyonlu olması sorunu ortadan kaldırılmaktadır. (Gujarati, 2008).

ADF testinin kullanımındaki temel sorun gecikme uzunluğunun seçimidir. ADF testinin güç ve boyut özellikleri, modele dahil edilen gecikmeye karşı çok hassastır. Burada amaç otokorelasyonu ortadan kaldırmayı amaçladığından, p gecikme uzunluğunun belirlenmesi önem arz etmektedir. Otogresif bir süreçte uygun gecikme sayısını belirlemek için kullanılan birçok yöntem vardır. Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwartz Kriteri (SC), Hannan Quin (HQ) ve bu üç kriterin düzeltilmiş formları bu kriterlerden bazılarıdır. Uygulamada yaygın olarak, AIC ve SC bilgi kriterleri kullanılmaktadır. Bu kriterler ortalama hata teriminin minimizasyonuna bağlıdır. AIC ve SC veri kriterleri, uygun gecikmeyi belirlemek için en düşük değerlere sahip olmalıdır. Seçilen gecikme çok büyükse, hesaplamayı bozacaktır. Uygun gecikmenin belirlenmesi oldukça önemlidir.

Akaike Bilgi Kriteri aşağıdaki şekilde modellenmiştir (Akaike, 1974);

$$AIC = \ln \frac{RSS}{T} + \frac{2K}{T}$$

Schwarz Bilgi Kriteri ise aşağıdaki şekilde modellenmiştir (Schwarz, 1978);

$$SC = \ln \frac{RSS}{T} + \frac{K \cdot \ln T}{T}$$

Burada RSS hata terimlerinin kareleri toplamını, T örneklem büyüklüğünü ve K değişken sayısını temsil etmektedir. Her iki kriteri minimum yapan p değeri, uygun gecikme seviyesi olarak belirlenir.

AIC ve SC yöntemleri genelde gecikme sayısını çok küçük seçmeye meyillidirler bu da birim kök testlerinin iyi boyut özelliklerine sahip olmasını engellemektedir. Başka bir deyişle, bu durum deney sırasında boyutsal bozulmaya neden olur.

5.1.3 Phillips - Perron (PP) Testi

Dickey ve Fuller birim kök testi, hata terimlerinin bağımsız ve sabit varyansa sahip olduklarını ele almaktadır. Ancak uygulamada birçok zaman serisine ait hata terimlerinin zayıf bağımlı ve heterojen dağılımlı olduğu tespit edilmiştir. Phillips-Perron yaptıkları çalışmada, birim kökün tespiti için parametrik olmayan (nonparametrik) yeni bir test geliştirmişlerdir. Burada hata terimleri ile ilgili varsayımları yumuşatarak Dickey-Fuller testlerini daha genelleştirmeye çalışmışlardır (Phillips vd. 1988).

Phillips-Perron testinde aşağıdaki regresyon denklemleri dikkate alınmaktadır.

$$(1) Y_t = Y_{(t-1)} + u_t$$

$$(2) Y_t = \mu + \hat{\alpha} Y_{(t-1)} + u_t \quad (\text{Sabit Terimli})$$

$$(3) Y_t = \mu + \hat{\alpha} Y_{(t-1)} + \beta (t-T/2) + u_t \quad (\text{Sabit Terimli ve Eğilimli})$$

Bu denklemlerde μ , $\hat{\alpha}$ ve β tahmin edilen denkleme ait katsayıları, T gözlem sayısını ve u_t hata terimini ifade etmektedir. Phillips-Perron testi söz konusu denklemlerde, hata terimlerinin zayıf bağımlı ve heterojen bir yapıya sahip olmasına izin vermektedir.

Phillips-Perron'un Dickey-Fuller testinin hata terimleri konusundaki kısıtlayıcı varsayımlardan vazgeçmesinin nedeni; hata terimlerini ya da bunların geçmiş değerlerini hareketli ortalama (MA, Moving Averages) olarak kullanmalarıdır. Bu yönüyle DF testindeki AR süreci PP testinde ARMA sürecine çevrilmiştir. MA sürecinin kullanılmaya başlanması trend durağanlık kavramının daha güçlü olmasına imkan vermektedir. Pozitif MA süreci durumunda PP testi diğer testlere göre daha güçlüdür (Enders, 1995).

5.1.4 Kwiatkowski - Phillips - Schmidt - Shin (KPSS) Testi

Zaman serilerinin stokastik özelliklerini, birim kök testlerinin yanı sıra durağanlık testleriyle de sınamak mümkündür. Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin durağanlığın test edilmesine ilişkin literatürde KPSS diye adlandırılan bir test geliştirmişlerdir. Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin yapmış oldukları çalışmada, serinin durağan olmadığı alternatif hipotezine karşın, durağan olduğu temel hipotezin

testi için Lagrange Çarpanı (Lagrange Multiplier – LM) istatistiğini önermişlerdir (Kwiatkowski vd. 1992).

KPSS testi, durağanlığı araştırılacak Y_t zaman serisinin deterministik trend, rassal değişken ve durağan hata terimlerine parçalanabildiğini varsaymakta ve aşağıdaki regresyon denkleminde ifade edilmektedir.

$$Y_t = \beta t + r_t + u_t \quad t=1,2,\dots,T$$

Denkleminde βt deterministik eğilim, u_t hata terimi r_t rassal yürüyüş sürecini ifade etmektedir. Hata terimleri Y_t 'nin düzey durağanlık durumu için sadece sabit, trend durağanlık durumu için ise sabit ve trend üzerine regresyonlarından elde edilen kalıntıları ifade eder. LM istatistiği ise aşağıdaki denklem yoluyla hesaplanmaktadır.

$$LM = \sum \frac{s_T^2}{\hat{\sigma}_\epsilon^2}$$

Düzyen durağanlık ve trend durağanlık hipotezleri için, LM istatistiğinin paydasında yer alan $\hat{\sigma}_\epsilon^2$ ifadesi olasılığı ifade etmektedir. Hata terimleri bağımsız ve benzer dağılımlı olmadığında test istatistiği için uygun $\hat{\sigma}_\epsilon^2$ değeri seçilir.

LM testi için hesaplanan kritik değer tablo değerinden büyük ise, Y_t serisinin durağan olduğunu söyleyen temel hipotez reddedilir. Kritik değer tablo değerinden küçük olması durumunda, serinin durağan olduğunu söyleyen temel hipotez kabul edilir.

5.1.5 Ng - Perron Testi

Phillips-Perron testlerinde ortaya çıkan hata teriminin hacmindeki boyut dağılımı çarpıklığını (size distortion) düzeltmek amacıyla Ng-Perron testiyle literatüre geçen M-testleri olarak geliştirilmiş birim kök testleridir. ADF ve PP testleri, hareketli ortalama köklerinin büyük olması durumunda serilerin durağan veya trend durağan alternatif hipotezini reddetmekte düşük güce sahiptir. Bununla birlikte, bilgi kriterleri AIC ve SIC modele dâhil edilen gecikmeler de minimum seviyede olmalıdır. Bu nedenle Ng-Perron testi PP testlerini ve bilgi kriterlerini geliştirmektedir. Bu geliştirilmiş testler M-testi, geliştirilmiş bilgi kriterleri ise Modified Information Criteria (MIC) olarak adlandırılmaktadır (Serena vd. 2001).

Ng-Perron testinde hesaplanan istatistiksel değerler için birim kökün sınındığı temel hipotezler farklılık göstermektedir. MZ_a ve MZ_t testlerinde temel hipotez birim

kökün varlığını temsil ederken, MSB ve MPT testlerinde temel hipotez birim kökün olmadığını ifade etmektedir. Buna göre, MZ_a ve MZ_t test istatistiklerinin Ng ve Perron tarafından hazırlanan kritik değerlerden küçük olması durumunda temel hipotez reddedilmektedir. MSB ve MPT test istatistiklerinin, hesaplanan tablo değerlerinden küçük olması halinde ise temel hipotez reddedilmektedir.

5.2 Vektör Otoregresif (VAR) Modeli

Değişkenlerin birbirlerini etkileme güçleri ve harekete geçirebilme yetenekleri, ekonometride vektör otoregresif (VAR) tekniği ile ortaya konulmaktadır. Modelin temel varsayımı, iç ve dış değişkenler arasında ayırım yapmaya gerek olmadığıdır. VAR modelleri de regresyon modellerine benzemektedir. Son yıllarda bu alanda önemli ilerlemeler kaydedilmiştir. VAR tekniği, bir ekonometrik model oluşturma sürecinde çeşitli kısıtlama varsayımlarının kullanılmasını gerektirmemektedir. Bu nedenle, ekonomik teoriden bağımsız olarak bir model oluşturulabilir. Böylelikle ekonometrik modelin daha doğru belirlenmesi nedensellik deneyinin güvenilirliğini artırmakta ve değişken seçimi dışındaki problemlerin sayısını önemli ölçüde azaltmaktadır (Akdi, 2003).

Değişkenlerin gecikmeli değerlerinin modelde yer alması geleceğe dair tahminlerin yapılmasına olanak tanımaktadır. VAR modellemesinde serilerin Y_t ve X_t olduğunu varsayarsak aşağıdaki şekilde formülleştirebiliriz.

$$Y_t = \alpha + \sum_{j=1}^m \beta_j Y_{t-j} + \sum_{j=1}^m \gamma_j X_{t-j} + \varepsilon_{1t}$$

$$X_t = \alpha + \sum_{j=1}^m \theta_j Y_{t-j} + \sum_{i=1}^m \theta_i X_{t-j} + \varepsilon_{2t}$$

Modellerde ε_{1t} ve ε_{2t} hata terimlerini, α sabit terimi, m gecikme uzunluğunu ifade etmektedir. Y 'nin gecikmeli değerleri X değişkenini ve X 'in gecikmeli değerleri Y değişkenini etkilemektedir. VAR modelinde hata terimlerinin ortalaması sıfıra eşittir. Bu modelde, sadece güncelliğini yitirmiş değişkenler denklemin sağında yer

almaktadır, bu nedenle en küçük kareler yöntemiyle elde edilen değerlere karşılık gelecektir.

5.3 Koentegrasyon (Eş bütünleşme) Testi

Koentegrasyon (eş bütünleşme) analizi, zaman serileri alanına 1980'lerden itibaren girmiş ve birçok ampirik çalışmada kullanılır olmuştur. Dizinin karşı karşıya olduğu önemli sorun, serinin bir zaman etkisi alması ve zamanla artma eğiliminde olmasıdır. Bu durum, elde edilen t, F gibi değişkenler arasındaki ilişkide yanlış bir regresyon yaratır. Test sonuçları anlamsız çıkmasına rağmen anlamlı gözükmektedir. Diziler arasındaki gerçek ilişkiyi zamanın etkisi olmadan ortaya çıkarmak için öncelikle dizinin durağan hale getirilmesi gerekir. Genelde zaman serilerinde birinci veya ikinci fark alındığında, seriler durağan hale gelmektedir. Yine durağanlaştırma işlemi için serinin logaritmasının, logaritmik farklarının alınmasında DF, ADF gibi istatistikler kullanılmaktadır (Bozkurt, 2007).

Eş bütünleşme testleri yapılmadan önce serilerin durağan olup olmadıklarının testinin yapılması gerekmektedir. Eğer serilerde stokastik bir süreç mevcut ise seride fark alma işlemi uygulanmalıdır. Durağan olmayan serilerdeki farklılıklar nedeniyle, kısa dönemdeki hareketler bu yöntem sayesinde uzun döneme sarkmaktadır. Değişkenler, kısa vadede kendi şoklarından ziyade uzun vadeli değişkenler olarak ifade edebilmek için stokastik bir eğilime sahip olacaktır. Bu nedenle, hata düzeltme modelinde elde edilen uzun vadeli katsayılar ile uzun dönemdeki değişimler arasında gözlenen ilişkinin yerini alacak dinamik bir dengeye ulaşılabilecektir. Seriler aynı seviyede durağan hale getirildikten ve uygun VAR gecikme uzunluğu belirlendikten sonra eş bütünleşme testine geçilebilmektedir.

Eş bütünleşme testinde model içindeki hangi değişken bağımlı yapılırsa yapılınsın eş bütünleşik vektör sayısı değişmez. Bunun nedeni, birleşik vektörü bulurken, modelin tüm serinin karşılıklı bağımlılığını hesaba katması ve tüm değişkenleri içeren bir sonuç üretmesidir.

Literatürde sıkça kullanılan eş bütünleşme testi Johansen - Juselius çoklu koentegrasyon (eş bütünleşme) tekniğidir. Johansen - Juselius sürecinde koentegrasyon vektör sayılarının tahmini, İz (Trace) İstatistiği ve Maksimum Özdeğer (Max

Eigenvalue) İstatistiği yardımıyla yapılmaktadır. Bu testlerin hipotezleri ise şu şekildedir (Batmaz vd. 2007).

$$\lambda_{Trace}(r) = -n \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \lambda_i)$$

$$\lambda_{max}(r, r + 1) = -n \ln(1 - \lambda_{r+1})$$

İz denkleminde istatistiki değer, koentegre vektör yoktur boş hipotezine karşılık koentegre vektör vardır hipotezini test etmektedir. Eğer boş hipotez reddedilirse, bu sefer bir tane eş bütünleşmenin olduğu hipotez kontrol edilir. Tek bir koentegre vektörü olduğu hipotezi, maksimum değerler istatistiklerinde koentegre olmadığı varsayımına karşı test edilerek sonuca ulaşılır.

5.4 Etki - Tepki Fonksiyonları

VAR sistemi içinde uygun gecikme uzunlukları bulunduktan sonra etki-tepki fonksiyonları elde edilir. Etki-tepki fonksiyonları, şokların değişkenler üzerindeki etkilerini tablolar veya grafikler kullanarak tespit eder. Bu süreç, hangi değişkenlerin etkilendiğini ve değişkenlerin bu uyarılara nasıl tepki verdiğini anlamamıza yardımcı olur. Şokun nasıl oluştuğunu belirlemek için, önce değişkenlerin 10 dönemlik periyotlardaki geçişi incelenmektedir. Serideki 1 birim şok değişimine diğer serilerin tepkisi grafik olarak gösterilir. Tabloda da aynı sonuçlar alternatif olarak verilebilir. Sütun kısmı, şok değişkenini temsil ederken, satır kısmı değişkenin bu şoklara olan tepkisini gösterir (Tarı, 2010).

Bir makroekonomik yapının üzerinde herhangi bir değişkenin etkili olup olmadığı öncelikle nedensellik testleri ile belirlenmektedir. Etkili olan değişkenin politika aracı olarak kullanılıp kullanılmayacağı ise etki – tepki fonksiyonları ile analiz edilmektedir.

Hareketli ortalama vektörü (VMA) gösterimi, şokların VAR sisteminin içerdiği değişkenler üzerindeki etkilerinin zaman yolunun çizilmesine olanak tanımaktadır.

Etki-tepki fonksiyonu iki değişkenli VAR matris formunda aşağıdaki şekilde formülize edilmektedir.

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_{10} \\ a_{20} \end{bmatrix} + \begin{pmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{pmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_t \\ e_{2t} \end{bmatrix}$$

Hareketli ortalama sunumu $\{\varepsilon_{yt}\}$ ve $\{\varepsilon_{zt}\}$ serileri açısından,

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{pmatrix} \Phi_{11(i)} & \Phi_{12(i)} \\ \Phi_{21(i)} & \Phi_{22(i)} \end{pmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt-1} \\ \varepsilon_{zt-1} \end{bmatrix}$$

veya daha özet formunda;

$$X_t = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \phi^i \varepsilon_{t-i}$$

şeklinde yazılabilir.

Bu hareketli ortalama sunumu özellikle y_t ve z_t serileri arasındaki karşılıklı etkileşimi incelemek için yararlı bir araçtır. ϕ_i nin katsayıları $\{\varepsilon_{yt}\}$ ve $\{\varepsilon_{zt}\}$ şokları y_t ve z_t serilerinin tüm zaman üzerindeki etkilerini ortaya çıkarmak için kullanılır. Burada dört eleman $\phi_{jk}(0)$ etki çarpanlarıdır. Örneğin; $\phi_{12}(0)$, $\{\varepsilon_{zt}\}$ deki bir birimlik değişmenin y_t üzerindeki ani etkisidir. Aynı doğrultuda $\phi_{11}(1)$, $\phi_{12}(1)$ sırasıyla $\{\varepsilon_{yt-1}\}$ ve $\{\varepsilon_{zt-1}\}$ deki bir birim değişmelerin y_t üzerindeki bir dönemlik etkisidir. Dört terimden oluşan bu katsayılar kümesi $\phi_{11(i)}$, $\phi_{12(i)}$, $\phi_{21(i)}$, $\phi_{22(i)}$ etki-tepki fonksiyonları olarak adlandırılmaktadır. Bu fonksiyonlar grafiksel olarak $\{y_t\}$ ve $\{z_t\}$ serilerinin değişik şoklar karşısındaki tepkileri şeklinde çizilmektedir (Barışık vd. 2006).

5.5 Varyans Ayrıştırması

Varyans ayrıştırması bir değişkendeki değişimin yüzde kaı kendi, yüzde kaınınsa diğer değişkenlerden kaynaklandığını araştırır. Varyansdaki değişimin

yüzde yüze yakın bir değerini kendi başına açıklıyorsa dışsal değişken olarak nitelendirilir. Bu analizde değişkenlere öncelik verilmesi önemlidir. Sıralama, dışarıdan içeriye doğru yapılır. Varyans ayrıştırması VAR'da hedeflenen ikinci fonksiyondur. İncelenen her bir değişkenin değişkenliğinin yüzde kaçının kendi gecikmesiyle ve yüzde kaçının diğer değişkenler tarafından açıklandığını incelemektedir. Değişkenlerin içsel ya da dışsal olup olmadıkları hakkında bir yan değerlendirme olarak da kullanılabilir (Tarı, 2008).

VAR'ın hareketli ortalamalar bölümünden elde edilen varyans ayrıştırması, değişkenlerin kendilerinde ve diğer değişkenlerden birinde meydana gelecek olan bir değişimin yüzde kaçının kendisinden, yüzde kaçının da diğer değişkenlerden kaynaklandığını göstermektedir. Bu değişikliklerin çoğu kendi üzerindeki şoklardan kaynaklanıyorsa, değişken dışsaldır; modeldeki diğer değişkenlerden kaynaklanıyorsa değişkenin içsel olduğunu ifade eder. Ayrıca Varyans ayrıştırması, değişkenler arası nedensellik ilişkilerinin derecesi konusunda da bilgi vermektedir (Zengin, 2001).

6. BULGULAR

Bu tez çalışmasında enflasyon oranı, işsizlik oranı ve GSYİH içindeki en yüksek paya sahip olan sanayi üretim endeksinin, Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde etkili olup olmadığı incelenmektedir. Çalışmada Ocak 2005 - Mayıs 2020 arasındaki dönemleri kapsayan aylık veriler kullanılmıştır. Testlerdeki datalar TCMB EVDS, TÜİK ve Dünya Bankası'ndan alınmıştır.

Testlerde kullanılan dataların hepsinde tek düzeliği yakalamak ve test sonuçlarının daha anlamlı çıkması amacıyla tüm datalarda bir önceki aya göre değişim alınarak yüzdesel hale getirilmiş ve bu şekilde teste tabi tutulmuştur.

Analizlerde seçilen DYY, enflasyon, işsizlik ve sanayi üretimi datalarının ilk olarak mutlak değerleri alınmış ve sonrasında logaritmaları alınarak modellemeye uygun hale getirilmiştir. Serilerin durağanlığının test edilmesi amacıyla ADF birim kök testi kullanılmıştır.

6.1 Birim Kök Test Sonuçları

Birim kök testlerinin durağan olup olmadığını anlamak için 3 temel kritik nokta vardır. Birincisi, Mac-Kinnon kritik değerlerinin anlamlılık düzeyinin test istatistik değerlerinden mutlak değer olarak küçük olması gerekmektedir. İkincisi, ADF test istatistik sonucunun mutlak değerinin Mac-Kinnon mutlak kritik değerlerinden büyük olması gerekmektedir. Sonuncusu ise olasılık değerinin 0,05 den küçük olması gerekmektedir. Tablo 6.1 de ADF test sonuçları gösterilmektedir. Test sonuçlarına göre tüm verilerin düzey değerinde durağan çıktığı gözlenmektedir.

Tablo 6.1: ADF Test Sonuçları

Değişken	ADF Test İstatistiği	Mac-Kinnon Kritik Değerleri			Olasılık
		1%	5%	10%	
FDI	-11,92087	-4,008706	-3,434433	-3,141157	0,0000
Sanayi Üretimi	-15,13649	-4,008706	-3,434433	-3,141157	0,0000
İşsizlik	-13,50835	-4,008706	-3,434433	-3,141157	0,0000
Enflasyon	-11,57522	-4,008706	-3,434433	-3,141157	0,0000

6.2 Vektör Otoregresif (VAR) Modeli ve Gecikme Uzunluğu (Lag Length Criteria) Test Sonuçları

Seçilen tüm değişkenleri birlikte koordine eden ve sistemin bütünlüğünü inceleyen bir VAR modeli için, varsayımları doğru yapmak amacıyla optimum gecikme uzunluğunu belirlemek gerekir. Gecikme uzunluklarının belirlenmesinde en yaygın yöntemler; Olabilirlik Oranı Testi (LR), Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criterion: AIC), Hannan-Quinn Bilgi Kriteri (HQ), Son Öngörü Hatası (FPE), Schwarz Bilgi Kriteri (Schwarz Information Criterion: SIC)'dir. Buradan hareketle kullanılacak gecikme uzunluğunun belirlenmesi amacıyla yapılan test sonucu Tablo 6.2'de gösterildiği gibidir. VAR modeli, sekiz gecikme düzeyi alınarak tahmin edilmiştir.

Tablo 6.2: Gecikme Belirleme Testlerine İlişkin Sonuçlar

Gecikme Uzunluğu	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	NA	1,607297	11,82606	12,89784	12,85517
1	33,19637*	1,587884*	11,81385*	12,17274*	11,95940*
2	15,95741	1,730655	11,89966	12,54565	12,16165
3	20,59982	1,830137	11,95484	12,88795	12,33327
4	17,85811	1,963806	12,02402	13,24423	12,51889
5	19,39567	2,082273	12,08048	13,58780	12,69179
6	15,91795	2,253853	12,15654	13,95098	12,88430
7	11,57783	2,508085	12,25911	14,34065	13,10330
8	16,25456	2,699758	12,32702	14,69567	13,28765

LR: LR Test İstatistiği

FPE: Son Öngörü Hatası

AIC: Akaike Bilgi Kriteri

SIC: Schwarz Bilgi Kriteri

HQ: Hannan-Quinn Bilgi Kriteri

LR Test İstatistiği, Son Öngörü Hatası, Akaike Bilgi kriteri, Hannan-Quinn Bilgi kriteri ve Schwarz Bilgi Kriterine göre uygun gecikme uzunluğu 1 olarak gözükmektedir. Bu kriterleri minimum yapan gecikme uzunluğu, optimal olarak kabul edilmektedir. Gecikme uzunluğu belirlenen çalışma için uygun VAR modeli aşağıdaki Tablo 6.3’de gösterilmektedir.

Tablo 6.3: VAR Modeli Sonuçları

Dönem Aralığı: 01/2005 – 05/2020				
Gözlem Sayısı: 185				
	LOGENF	LOGSANAYİ	LOGFDI	LOGİŞSİZLİK
LOGENF (-1)	0,182354 (0,07563) [2,41108]	0,151444 (0,07605) [1,99128]	0,051907 (0,08481) [0,61200]	-0,105568 (0,05086) [-2,07583]
LOGENF (-2)	-0,024618 (0,07596) [-0,32410]	-0,103934 (0,07638) [-1,36071]	-0,185084 (0,08518) [-2,17283]	-0,005959 (0,05108) [-0,11666]
LOGSANAYİ (-1)	0,075098 (0,07482) [1,00375]	-0,033041 (0,07524) [-0,43916]	0,000683 (0,08390) [0,00814]	-0,110448 (0,05031) [-2,19542]
LOGSANAYİ (-2)	0,049676 (0,07357) [0,67521]	0,130795 (0,07398) [1,76794]	0,040324 (0,08250) [0,48875]	0,034510 (0,04947) [0,69758]
LOGFDI (-1)	-0,078252 (0,06874) [-1,13842]	-0,015589 (0,06912) [-0,22554]	0,113374 (0,07708) [1,47081]	0,003819 (0,04622) [0,08263]
LOGFDI (-2)	0,057314 (0,06899) [0,83080]	-0,000878 (0,06937) [-0,01266]	-0,015307 (0,07736) [-0,19787]	-0,036905 (0,04639) [-0,79559]
LOGİŞSİZLİK (-1)	-0,012492 (0,11330) [-0,11026]	-0,204247 (0,11393) [-1,79275]	-0,113824 (0,12705) [-0,89587]	0,125514 (0,07618) [1,64754]
LOGİŞSİZLİK (-2)	0,002903 (0,10683) [0,02717]	0,040045 (0,10743) [0,37277]	0,040223 (0,11980) [0,37277]	-0,097988 (0,07183) [-1,36410]

VAR modeli birbirleri ile bağlantılı olan değişkenlerin birlikte nasıl hareket ettiklerini gösteren bir denklem sistemidir. Bu modelin öncelikli şartı değişkenlerin durağan olmasıdır. Bu modelin önemli özelliklerinden biri, teorinin öngördüğü eş bütünleşmeden ziyade değişkenler arasında gerçek anlamda eş bütünleşme olup olmadığını ortaya çıkarmaktır.

6.3 Johansen Eş Bütünleşme Testi Sonuçları

Durağan oldukları tespit edilen değişkenler arasında uzun dönemde bir ilişkinin olup olmadığını anlayabilmek için Johansen Eş bütünleşme testi yapılmıştır. Bu test, Trace (İz) İstatistiği ve Max-Eigenvalue (Maksimum Özdeğer) istatistikleri aracılığıyla yapılmıştır. 4 değişkene göre yapılan Trace (İz) İstatistiği ve Max-Eigenvalue (Maksimum Özdeğer) %5 anlamlılık düzeyinde kritik değerler arasında incelenmiştir. %5 anlamlılık düzeyinde hipotez reddedilmiştir. Buna göre DYY, Enflasyon, İşsizlik ve Sanayi Üretimi nin uzun dönemde birlikte hareket ettikleri ve 4 değişken arasında eş bütünleşme olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Tablo 6.4’ de Johansen eş bütünleşme test sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 6.4: Johansen Eş Bütünleşme Testi

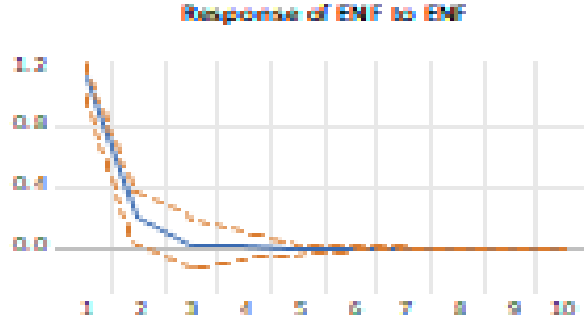
Eş Bütünleşme Derecesi	Trace İstatistiği			Max Eigenvalue İstatistiği		
	Hesaplanan Değer	Tablo Değeri %5	Olasılık	Hesaplanan Değer	Tablo Değeri %5	Olasılık
$r \leq 0$	194,5442	63,87610	0,0000	64,13126	32,11832	0,0000
$r \leq 1$	130,4130	42,91525	0,0000	57,65161	25,82321	0,0000
$r \leq 2$	72,76135	25,87211	0,0000	38,33350	19,38704	0,0000
$r \leq 3$	34,42785	12,51798	0,0000	34,42785	12,51798	0,0000

6.4 Etki Tepki Testi

Bir makroekonomik yapının üzerinde herhangi bir değişkenin etkili olup olmadığını inceleyen diğer yöntemlerden biri de etki-tepki fonksiyonlarıdır. Etki-tepki grafikleri, öncelikle modeldeki şoka duyarlı kişilerin tepkisi, ardından modeldeki

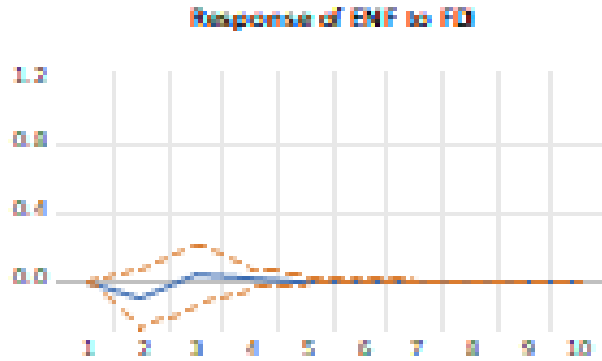
değişkenlerin kaybın verdiği şoka tepkisi açısından ele alınmıştır. Grafik 6.1 - 6.16'de DYY, Enflasyon, İşsizlik ve Sanayi Üretimi arasındaki etki-tepki sonuçları gösterilmektedir.

Grafik 6.1: Enflasyon-Enflasyon Etki Tepki Test Sonuçları



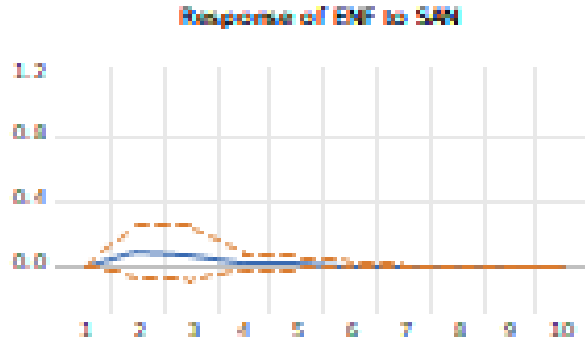
İlk grafik enflasyonun kendisinde meydana gelen şoka verdiği tepkiyi göstermektedir. Bu tepki 3 aya yakın süre negatif seyretmekteyken; daha sonra istatistiksel olarak anlamını kaybetmektedir.

Grafik 6.2: Enflasyon-DYY Etki Tepki Test Sonuçları



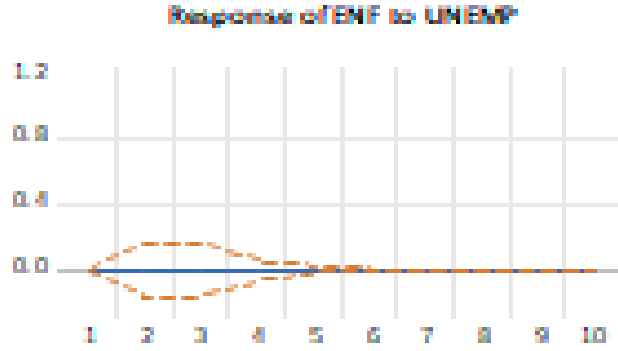
İkinci grafikte enflasyona verilen şokun DYY üzerindeki etkisi gösterilmektedir. Bu etki 2 ay boyunca negatif olarak etkilenirken ikinci aydan üçüncü aya geçerken pozitif olarak anlam kazandığı görülmektedir.

Grafik 6.3: Enflasyon-Sanayi Üretimi Etki Tepki Test Sonuçları



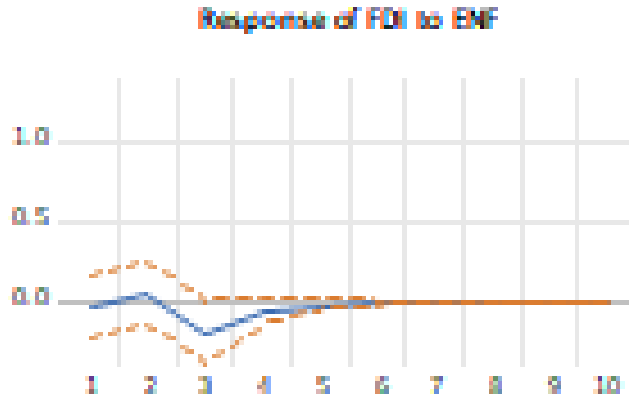
Üçüncü grafikte enflasyona verilen şokun sanayide meydana gelen tepkisi gösterilmektedir. Bu tepki yaklaşık olarak 2 ay boyunca pozitif görünümü devam etmektedir.

Grafik 6.4: Enflasyon-İşsizlik Etki Tepki Test Sonuçları



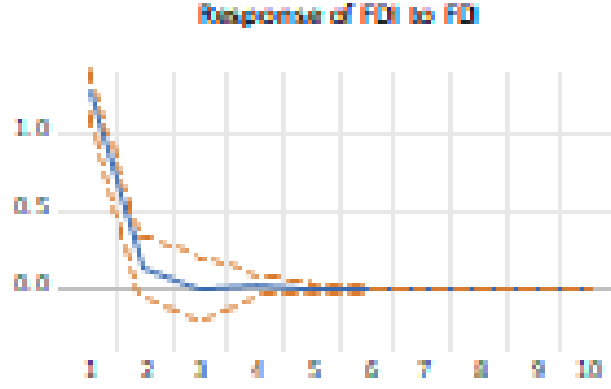
Dördüncü grafik enflasyonun işsizlik üzerinde hiçbir şekilde etkili olmadığını göstermektedir.

Grafik 6.5: DYY-Enflasyon Etki Tepki Test Sonuçları



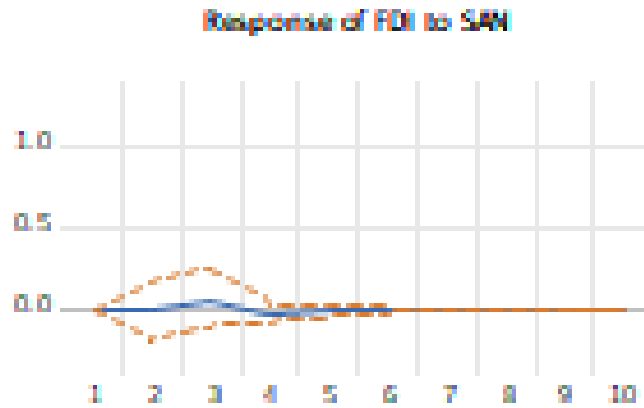
Beşinci grafik DYY'ye verilen pozitif bir şokun enflasyon üzerinde ilk 2 ay boyunca artışa yol açtığına işaret etmektedir.

Grafik 6.6: DYY-DYY Etki Tepki Test Sonuçları



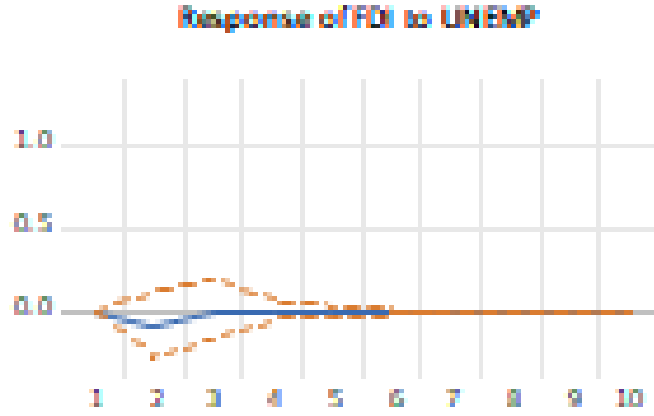
Altıncı grafik DYY 'nin kendisinde meydana gelen bir birimlik şoka verdiği tepkiyi göstermektedir. Bu tepki 3 aya yakın süre boyunca negatif bir hareket izlemektedir.

Grafik 6.7: DYY-Sanayi Üretimi Etki Tepki Test Sonuçları



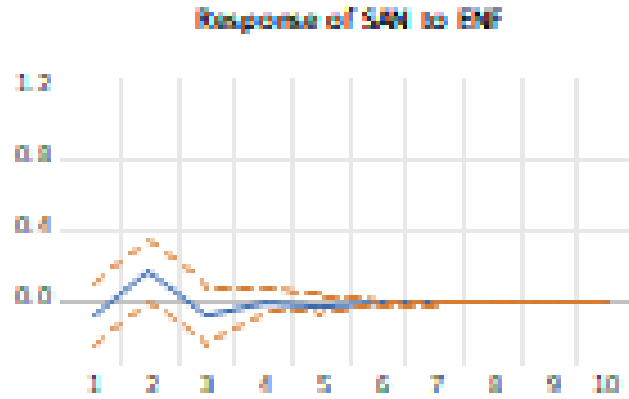
Yedinci grafikte DYY'nin sanayi üretimi üzerinde etkisi istatistik olarak anlamsız görünüm izlemektedir.

Grafik 6.8: DYY-İşsizlik Etki Tepki Test Sonuçları



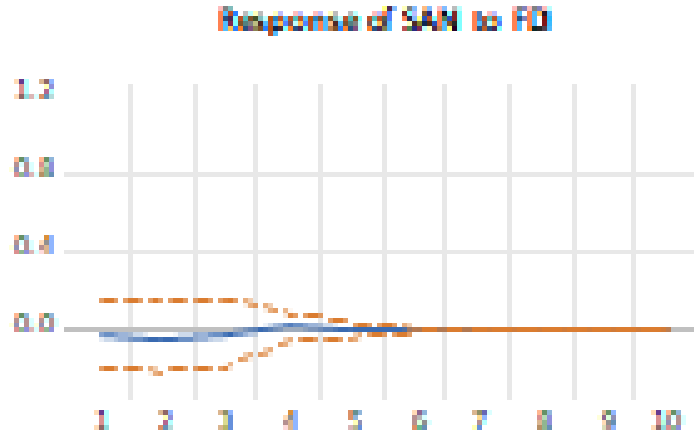
Sekizinci grafikte DYY'nin işsizlik üzerinde 2 ay boyunca negatif etkisi izlenmektedir, bu etki 3. ay sonrasında anlamını kaybetmektedir.

Grafik 6.9: Sanayi Üretimi-Enflasyon Etki Tepki Test Sonuçları



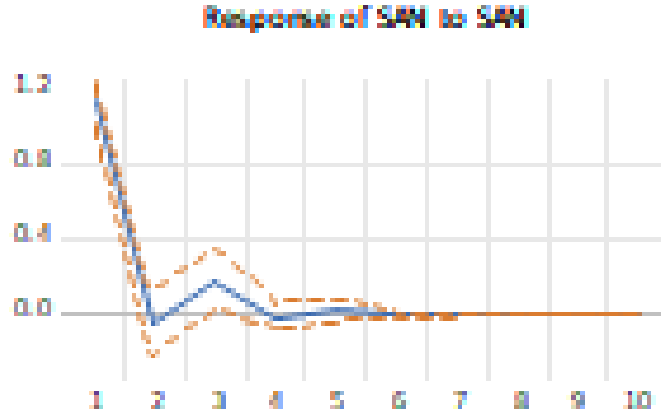
Dokuzuncu grafikte sanayi üretimine verilen bir şok enflasyon üzerinde ilk iki ayda pozitif bir etkiye sahipken 2. ve 3. dönemde negatif yönde tepki göstermektedir. Daha sonraki dönemlerde istatistiksel olarak anlamını yitirmiştir.

Grafik 6.10: Sanayi Üretimi-DYY Etki Tepki Test Sonuçları



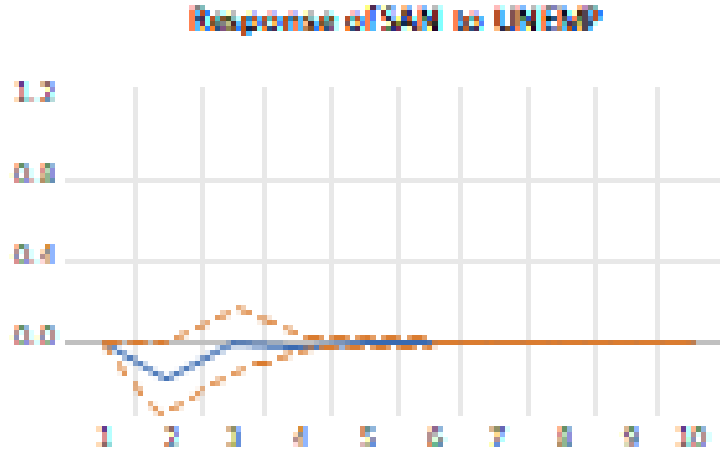
Onuncu grafikte sanayi üretiminin DYY’de istatiki olarak anlam ifade etmediği gösterilmektedir.

Grafik 6.11: Sanayi Üretimi-Sanayi Üretimi Etki Tepki Test Sonuçları



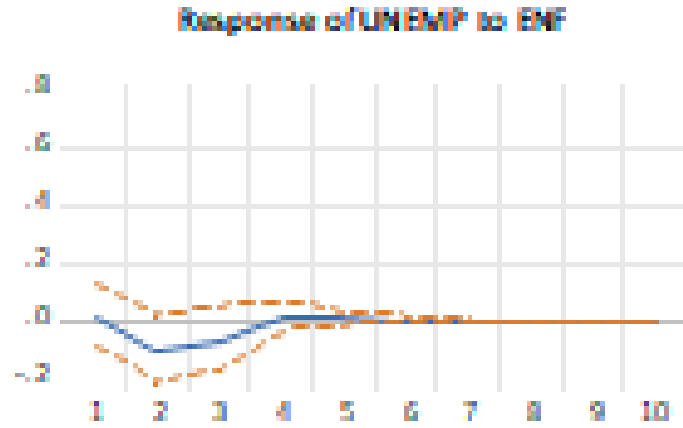
On birinci grafikte sanayinin kendi üzerindeki dalgalı etkisi izlenmektedir. Bu etki 2 ay boyunca negatif görünümdeyken, 3. aya geçerken pozitif bir hal almakta ve sonrasında tekrar negatif hareket ederek anlamını yitirmektedir.

Grafik 6.12: Sanayi Üretimi-İşsizlik Etki Tepki Test Sonuçları



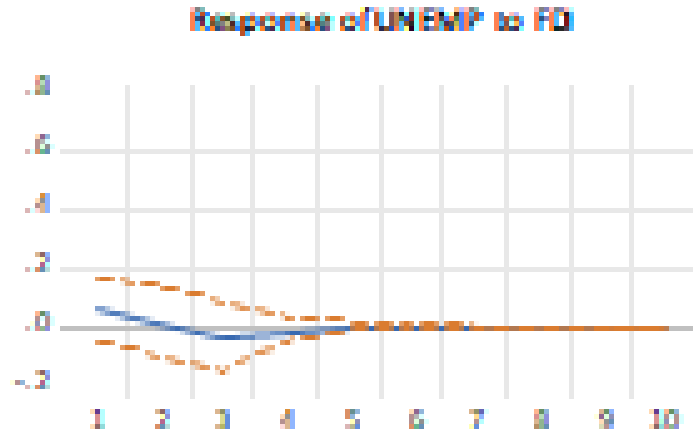
On ikinci grafikte sanayinin işsizlik üzerinde 2 ay boyunca negatif etkisi izlenmektedir, 2. aydan 3. aya geçerken pozitif bir etki etmekte ve sonrasında anlamını kaybetmektedir.

Grafik 6.13: İşsizlik-Enflasyon Etki Tepki Test Sonuçları



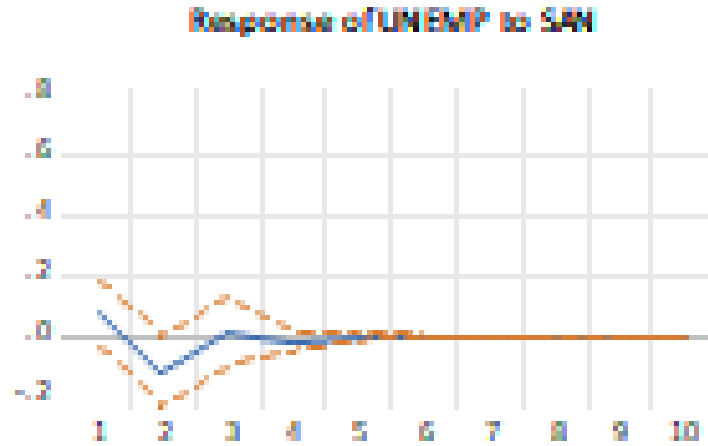
On üçüncü grafikte işsizliğin enflasyon üzerindeki etkisi ilk 2 ayda negatif hareket ederken; ikinci ve dördüncü aylar aralığında pozitif etkiye sahip olmaktadır.

Grafik 6.14: İşsizlik-DYY Etki Tepki Test Sonuçları



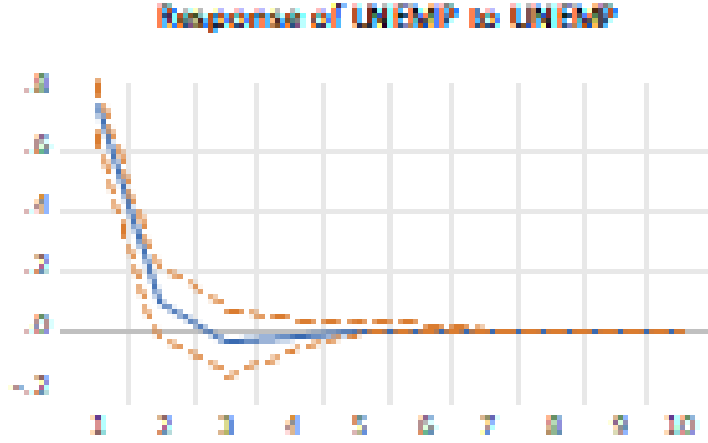
On dördüncü grafikte işsizliğin DYY üzerinde yaklaşık 3 ay boyunca negatif etki ederek sonrasında anlamını yitirdiği gösterilmektedir.

Grafik 6.15: İşsizlik-Sanayi Üretimi Etki Tepki Test Sonuçları



On beşinci grafikte işsizliğe verilen bir şokun sanayi üretimi üzerinde 2 ay boyunca negatif bir etkisi olduğu izlenmektedir. 3. aya kadar bu etki pozitif bir görünüm izlerken daha sonra istatistiksel olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir.

Grafik 6.16: İşsizlik-İşsizlik Etki Tepki Test Sonuçları



On altıncı grafikte işsizliğin kendi üzerindeki etkisi 3 ay boyunca negatif görünüme sahip olduğu gözlenmektedir.

6.5 Varyans Ayırıştırması

Seçilmiş olan değişkenlerin arasında belirli bir eş bütünleşme ilişkilerinin olup olmamasının sorgulanması kadar, bu değişkenlerin birbirlerine olan etkileri de oldukça öneme sahiptir. Literatür içinde buna benzer olan bulgulara ulaşılması adına VAR modelinden hareketle “varyans ayırıştırması” hesaplamalarından yararlanılmıştır. Varyans ayırıştırması ile ilgili yapılan hesaplamalar aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir.

Varyans ayırıştırması, değişkenlerden birisindeki değişimi, bütün değişkenleri etkilemekte olan etkenleri ayrı ayrı şoklar şeklinde ayırmaktadır. Varyansın ayırıştırılmasına göre, değişkendeki değişimin yüzde kaçının kendisinden, ne kadarının sistemdeki diğer değişkenlerden kaynaklandığını belirlemeye çalışılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların, dönemler içerisinde hangi oranda enflasyon, işsizlik ve sanayi üretimi değişkeni tarafından belirlendiği Tablo 6.5’de, Enflasyonun yüzde kaçının doğrudan yabancı yatırımlar, işsizlik ve sanayi üretiminden etkilendiği Tablo 6.6’da, Sanayi üretiminin belirlenen periyotlar içerisindeki yüzdesel dağılımı Tablo 6.7’de ve işsizliğin ne kadar oranda açıklanabildiği Tablo 6.8’de gösterilmiştir.

Tablo 6.5: DYY Varyans Ayrıştırması

PERİOD	S.E.	ENFLASYON	FDI	SANAYİ	İŞSİZLİK
1	1,267979	0,030257	99,96974	0,000000	0,000000
2	1,279446	0,208516	99,33755	0,003826	0,450111
3	1,293997	2,174273	97,12102	0,259573	0,445136
4	1,295159	2,310801	96,97366	0,268710	0,446833
5	1,295228	2,318521	96,96463	0,269845	0,447001
6	1,295245	2,319385	96,96275	0,270848	0,447019
7	1,295246	2,319381	96,96260	0,270989	0,447031
8	1,295246	2,319415	96,96252	0,271033	0,447031
9	1,295246	2,319419	96,96252	0,271034	0,447031
10	1,295246	2,319420	96,96251	0,271035	0,447031

Elde edilen bulgulara göre doğrudan yabancı yatırımlarda zaman içerisinde meydana gelen değişimi açıklama gücü en yüksek değişken enflasyon olarak gözükmektedir. 1. dönemde DYY'nin kendisi üzerindeki açıklama gücü %99,97 iken 10. döneme gelindiğinde %96,96 seviyelerine düşmektedir. Dolayısıyla DYY üzerindeki değişimin açıklanmasında enflasyon, işsizlik ve sanayi üretimi faktörlerinin artış eğilimi sergileyerek belirgin bir paya sahip olduğunu söyleyebiliriz.

Tablo 6.6: Enflasyon Varyans Ayrıştırması

PERİOD	S.E.	ENFLASYON	FDI	SANAYİ	İŞSİZLİK
1	1,130696	100,0000	0,000000	0,000000	0,000000
2	1,156291	98,69401	0,768167	0,531187	0,006638
3	1,159212	98,21306	0,884419	0,893616	0,008906
4	1,159635	98,16533	0,902416	0,912541	0,019708
5	1,159742	98,15052	0,902259	0,927293	0,019929
6	1,159753	98,14974	0,902541	0,927787	0,019929
7	1,159755	98,14964	0,902541	0,927890	0,019929
8	1,159755	98,14964	0,902541	0,927890	0,019929
9	1,159755	98,14964	0,902542	0,927890	0,019929
10	1,159755	98,14964	0,902542	0,927890	0,019929

Enflasyonun varyans ayrıştırmasına bakıldığında ilk dönemde sadece kendi üzerinde açıklama gücü vardır. 10. dönem periyoduna gelindiğinde ise %98'lik kısmı

kendisinden kalan %2'lik kısmın en büyük payı %0,93 ile sanayi üretiminden açıklanmaktadır.

Tablo 6.7: Sanayi Üretimi Varyans Ayrıştırması

PERİOD	S.E.	ENFLASYON	FDI	SANAYİ	İŞSİZLİK
1	1,137001	0,345620	0,028148	99,62623	0,000000
2	1,161548	2,476261	0,096594	95,66869	1,758454
3	1,179877	2,846707	0,124368	95,30659	1,722332
4	1,180391	2,865946	0,156984	95,25192	1,725148
5	1,180744	2,877786	0,158170	95,23933	1,724717
6	1,180752	2,877817	0,158309	95,23895	1,724923
7	1,180758	2,878116	0,158337	95,23863	1,724918
8	1,180758	2,878117	0,158337	95,23863	1,724919
9	1,180759	2,878120	0,158338	95,23862	1,724919
10	1,180759	2,878121	0,158338	95,23862	1,724919

Sanayi üretimi varyans ayrıştırması tablosuna bakıldığında ilk dönemde neredeyse tamamı kendisi tarafından açıklanmakta olup dönemin ilerlemesi ile birlikte istikrarlı şekilde enflasyon ve işsizlik tarafından açıklanma gücünde yükseliş meydana gelmiştir.

Tablo 6.8: İşsizlik Varyans Ayrıştırması

PERİOD	S.E.	ENFLASYON	FDI	SANAYİ	İŞSİZLİK
1	0,760293	0,055769	0,549853	1,008117	98,38626
2	0,782727	2,020898	0,550891	3,138512	94,28970
3	0,787547	2,651507	0,760171	3,132228	93,45609
4	0,788143	2,670334	0,788276	3,174205	93,36718
5	0,788198	2,679343	0,789313	3,173831	93,35751
6	0,788217	2,682118	0,789529	3,174956	93,35340
7	0,788217	2,682128	0,789529	3,175018	93,35333
8	0,788218	2,682131	0,789530	3,175019	93,35332
9	0,788218	2,682131	0,789530	3,175023	93,35332
10	0,788218	2,682131	0,789530	3,175023	93,35332

Tablo 6.8' e göre işsizliğe gelen bir şokun %98,38 lik kısmı ilk dönem kendinden açıklanırken, 10 dönem sonra %93,35 lik kısmı kendinden yaklaşık olarak %6,65 lik kısımları ise DYY, sanayi ve enflasyon üzerinde açıklanmaktadır. İşsizliğin 10 dönemlik periyotta kendi üzerindeki etkisi %5 lik bir azalma göstermektedir.

7. SONUÇ

Yabancı sermaye hareketlerinin ekonomilerin üzerinde etkileri, yabancı sermayeyi çekmekte olan ülkelerin bu sermayeyi kullanma şekli ve kullanımlarına göre farklılıklar göstermektedir. Doğrudan yapılan yabancı sermaye yatırımlarını önemli hale getiren unsurlar; istihdama yönelik olarak sağlamış olduğu katkılar, dış ticaret dengesi üzerinde meydana getirmiş olduğu olumlu etkilere bağlı olarak ödemeler dengesi bağlamında gerçekleştirmiş olduğu iyileşmeler ve verimlilik artışında önemli düzeyde paya sahip olmasından kaynaklanır. DYY dışında kalan diğer yabancı sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenlerin üzerinde olan etkileri incelendiğinde, portföy yatırımları ve kısa vadeli olan sermaye hareketlerinin kısa vadede ekonomiye pozitif yönde katkılar sağlıyor gibi görünse de uzun dönem içinde kalıcı olan etkiler ortaya koymadığı bunun tam tersine ekonomiyi krize doğru sürükleyecek olumsuzlukları da ortaya çıkardığı birden fazla yapılan çalışmalar tarafından desteklenmektedir. Bunların istihdam veya verimlilik üzerinde önemli bir etkisi yoktur, ancak ödemeler dengesindeki iyileşmeler geçici olarak kabul edilir ve bu tür yatırımlara yüksek likiditesi nedeniyle tam olarak güvenilmemektedir.

Sermaye hareketleri genel olarak gelişmiş olan ekonomilerden gelişmekte olan ekonomilere doğru olmaktadır. Gerçekleştirilmekte olan bu yatırımların ekonomilerin üzerinde olumlu yönde etkilerinin olmasının yanı sıra olumsuz etkileri de olmaktadır. Bu tez çalışması kapsamında yabancı sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde olumsuz ve olumlu olan etkilerinin neler olduğu konusuna değinilmeye çalışılmıştır. İncelemesi yapılmış olan ülke örneklerinden ulaşılmaya çalışılan sonuçlar, yatırımların ülke ekonomisi üzerindeki etkisini ve yabancı sermaye hareketinin ekonomide nasıl kullanıldığını belirlemektedir. Gerekli olan finansal açıdan düzenlemeler ve sistemler oluşturulmadan gerçekleştirilmiş olan serbestleşme uygulamalarının ekonomilere yarar sağlayacağı yerde genellikle zararlar getirerek ekonomik yönden krizlerin yaşanmasına neden olmuştur. Yalnız ilgili kaynakların

doğru şekilde yönetilmesi ve finansların doğru olan yerlerde ve alanlarda kullanımı sermaye birikimi problemleri yaşamakta olan ekonomilere olumlu katkı yaptığı, küresel piyasalarda söz hakkı doğurduğu sonucuna varılmıştır.

Bu çalışmada 2005-2020 yılları arasında doğrudan yabancı yatırımların Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisi istatistiki analizlerle test edilmiştir. Yapılan Johansen eş bütünleşme testi sonucuna göre Türkiye ekonomisi içerisinde doğrudan yabancı sermaye yatırımı ile ekonomik açıdan büyüme göstergeleri enflasyon, işsizlik, sanayi üretim endeksi arasında uzun dönemde sıkı ilişki içerisinde olduğu görülmektedir. Etki-tepki grafikleri ve varyans ayrıştırma analizi ile enflasyon, işsizlik ve sanayi üretiminin doğrudan yabancı yatırımlara etki ettiği ve DYY üzerinde açıklama gücünün olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Test edilen analizlere göre yabancı sermaye yatırımlarının artırılması için uygun fiziki ortamın yaratılması, ülke içi ekonomik, siyasi ve hukuki istikrarın sağlanması, yabancı sermayeyi teşvik edici olan düzenlemelerin yapılması, özellikle ekonomik büyüme göstergeleri olan enflasyon ve işsizlik oranlarını düşürücü, sanayi üretimini arttırarak GSYİH' nin yukarı seviyelere çıkmasına yönelik politikaların izlenmesi gerekmektedir. Gelen yabancı yatırımların daha çok doğrudan yabancı yatırım türünden gelmesi ve bu yatırımların şirket devralma şeklinde değil de daha çok sıfırdan bir tesis kurarak hem yeni pazarlar oluşturması hem de yeni istihdam alanları yaratması sağlanmalıdır. Ülkeye gelen kısa vadeli portföy akımlarına kısıtlamalar getirilerek bu akımların aniden tersine dönmesi sonucu ülke ekonomisine vereceği olumsuz etkilerden korunmaya yönelik adımlar atılmalıdır.

KAYNAKÇA

- Acaravcı, Ali ve Akyol, Müge (2017), “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Dış Ticaret ve Ekonomik Büyüme İlişkisi”, Uluslararası Ekonomi ve Yenilik Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 1, s. 17-33
- Acar, Merve (2016), Doğrudan Yabancı Sermayenin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Örneği, Kastamonu Üniversitesi İİBF Dergisi, Sayı:13, s.92-105
- Açıkalın, Sezgin ve Ünal, Seyfettin (2009), “Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları: Global ve Yerel Faktörlerin Türkiye Üzerinde Göreceli Etkisi”, Ekin Yayınları, s.51
- Afşar, Muharrem (2004), “Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi” Anadolu Üniversitesi Yayınları, s.110-111
- Agrawal, G. (2015), Foreign Direct Investment and Economic Growth in BRICS Economies: A Panel Data Analysis, Journal of Economics, Business and Management, 3(4), p.421-424
- Ağır, Hüseyin ve Rutbil, Merve (2019), “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme İlişkisi”, Maliye Araştırmaları Dergisi, Cilt: 5, Sayı: 3, s.287-299
- Ahmed, M. ve Gooptu, S. (1993), Portfolio Investment Flows to Developing Countries, Finance and Development, s.10
- Akaike, Hirotogu (1974), “A New Look at The Statistical Model Identification”, IEEE Transactions on Automatic Control, Vol.19, No.6, s.716
- Akdi, Yılmaz (2003), Zaman Serileri Analizi, Bıçaklar Kitabevi, s.273
- Akyıldız, Ali (1996), Kâğıt Para, Eren Yayıncılık, s.18

- Akyüz, Yılmaz ve Boratav, Korkut (2002), “Türkiye’de Finansal Kriz Oluşumu” İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı:197, s.21
- Akyüz, Yılmaz ve Boratav, Korkut (2003), “The making of the Turkish finansal Crises” World Development Report, Cilt: 31, Sayı: 9, s.1550
- Alagöz, Mehmet & Erdoğan, Savaş & Topallı, Nurgün (2008), “ Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Deneyimi 1992-2007”, Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt: 7, Sayı: 1, s.79-89
- Arık, Şebnem & Akay, A. Beyhan & Zambak, Mehmet (2014), “Doğrudan Yabancı Yatırımları Belirleyen Faktörler: Yükselen Piyasalar Örneği”, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 14(2), s.97-110
- Aslan, Mehmet Barış (2020), “Uluslararası Sermaye Akımlarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, Uluslararası Ekonomi, İşletme ve Politika Dergisi, Cilt: 4,Sayı: 1, s.1-22
- Aslan, Nurdan (1997), “Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri”, Türkmen Kitabevi, s.101
- Aslan, N. & Terzi, N. & Siampan, E. (2014), Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru ile İlişkisi, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, s.15-32
- Ayaydın, Hasan (2010), “Doğrudan Yabancı Yatırımlar ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Türkiye Örneği”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı: 26, s.1-13
- Aykol, Bilge ve Kurt, Gülüzar (2006), “Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Gelişmeler ve Türkiye İçin Stratejik Planlama ve Konumlama Yaklaşımı”, Egiad, s.14
- Baldwin, Robert ve Martin, Phillip (1999), “Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences” NBER Working Paper, No.W6904, p.47-62
- Balkanlı, Ali Osman (2019), “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Gelişimi ve Ekonomik Büyümeye Etkisinin Ekonometrik Analizi (1985-2017)”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi, Cilt: 22, Sayı: 1, s.175-186

- Balvinder, S. Sangha (1995), "Financial derivatives: applications and policy issues", Business Economics, Vol.10, p.23-37
- Barışık, Salih ve Kesikoğlu, Ferdi (2006), Türkiye’de Bütçe Açıklarının Temel Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Cilt.64, Sayı.4, s.70
- Barlas, Yasemin ve Kaya, Neslihan (2013), Parasal Genişleme Politikalarının Gelişmekte Olan Ülke Portföy Akımları Kompozisyonuna Etkisi, TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2013-01, s.2
- Batmaz, Nihat ve Tunca, Halil (2007), “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Bölgesel Belirleyicileri Üzerine Bir Eş Bütünleşme Analizi” Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi, Sayı.1, s.220
- Biçen, Ömer Faruk (2017), Balıkesir University The Journal of Social Sciences Institute, Volume: 20, Issue: 38, Page:98
- Boğa, Semra (2017), Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt: 9 Sayı: 16, s.2
- Boratav, Korkut (1982), 100 Soruda Türkiye’de Devletçilik, Gerçek Yayınevi, s.101
- Bozkurt, Hilal (2007), Zaman Serileri Analizi, Ekin Kitabevi, s.32
- Canbay, Ş. (2018), Finansal Serbestleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Mevcut Risklere Karşı Önlemler, Fırat Üniversitesi Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2(1), s.3
- Canbay, Şerif ve Kırca, Mustafa (2020), “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının İşsizlik Üzerine Etkileri: 1991-2016 Dönemi”, Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi, Cilt: 11, Sayı: 26, s.154-163
- Candemir, Aykan (2006), “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler: Bir Uygulama”, Yased Yayınları, Euromat, Cilt:1, s.62
- Calvo, Guillermo ve Vegh, Carlos A. (1999), Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper, No.6925, p.1531-1614
- Chatfield, Chris (1995), “The Analysis of Time Series An Introduction” 5th edition, Chapman & Hall/CRC, Page.5

- Cline, William (1997), Trade and Income Distribution, Brookings Institute Washington, D.C. p.310-324
- Çarkacıoğlu, A. (2016), Kripto para bitcoin, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi Araştırma Raporu, s.1-83
- Daniels, John & Radebaugh, Lee & Daniels, Sullivan (2004), “International Business, Environments and Operations”, Prentice Hall, Page.326-328
- D’Arista Jane. (2009), The Evolving International Monetary System, Cambridge Journal of Economics, no.33, s.639
- Dereli, Deniz Dilara (2018), “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ile Ekonomik Büyüme İlişkisi Üzerine Bir Değerlendirme Türkiye (1995-2017)”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 19,Sayı: 2, s.145-156
- Dickey, David ve Fuller, Wayne (1979), “Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root”, Journal of the American Statistical Association, Cilt:74, s.427-431
- Dooley M. & Folkerts D. & Garber P. (2009), Bretton Woods II Still Defines The International Monetary System, Pasific Economic Review, 14:3, s.297-311
- Dorrucci, E. and McKay, Julie (2011), The International Monetary System After the Financial Crisis, ECB Occasional Paper Series No.123, s.16
- Doruk, Ömer Tuğsal (2018), “Dış Borçlar ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Ekonomisinde 1970-2014 Dönemi İçin Ampirik Bir İnceleme”, Maliye Dergisi, Sayı: 175, s.96-114
- Dorukkaya, şakir ve Yılmaz, Hakan (1999), “Liberalizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler, şili ve Meksika Deneyimleri” Yaklaşım Dergisi, Yıl:7, Sayı:75, s.127
- Enders, Walter (1995), Applied Econometric Time Series, İkinci Baskı, John Wiley Sons, s.242
- Eğilmez, Mahfi (2010), Küresel Finans Krizi, Remzi Kitabevi, s.74

- Emir, Mustafa ve Kutlu, Melih (2014), “Relationship Between FDI and Economic Growth in Developing Countries”, Journal of Economics, Finance and Accounting, Cilt:1, Sayı:1, s.38-45
- Eroğlu, Ömer ve Albeni, Mesut (2002), “Küreselleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye” Bilim Kitabevi Yayınları, s.123-130
- Fidan, Murat & Dilek, Serkan & Esev, Ayşegül (2019), Sosyal Bilimler Dergisi, Aralık 2019, 9 (18), s.141-162
- Goldstein, Morris ve Turner, Philip (1996), “Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options” Social Research Network Papers, No:46, s.41
- Görgün, Tuğrul (2004), Doğrudan Yabancı Yatırımların Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesinin Etkin Kurumsal Yapılanmaları, Dış Ticaret Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi, s.7
- Gövdere, Bekir (2003), Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicilerinin Günümüzdeki Geçerliliği, Dış Ticaret Dergisi, s.28
- Göz, Devlet (2009), Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye, Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi, s.10
- Gujarati, Damodar N. (2008), “Basic Econometrics” 4th edition, New York, McGraw-Hill, s.816
- Gürsel, Seyfettin (1999), “Osmanlı Dış Borçları”, Osmanlı, ed. Güler Eren, Yeni Türkiye Yayınları, s.687
- Harmancı, Mehmet (2004), Çok Uluslu Şirketler ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Araştırma Müdürlüğü, GA-04-1-2, s.25
- Hayakawa, Kazunobu & Kimura, Fukunari & Lee, Hyun-Hoon. (2011), “How Does Country Risk Matter for Foreign Direct Investment?”, IDE Discussion Paper, 281, s.1-30
- Haydaroğlu, C. (2016), “The Effect of Foreign Direct Investment and Economic Freedom on Economic Growth: The Case of BRICS Countries”, Research in World Economy, 7(1), p.1-10

- Hazar, Adalet & Sunar, Onur & Babuşçu, Şenol (2017), “Türk Bankacılık Sektöründe Piyasa Yoğunlaşması: 2001 Krizi Öncesi ve Sonrasının Karşılaştırılması”, Maliye Finans Yazıları, (107), s.41-68
- Henderson, C. (2000), Asya Krizi ve Sonrası: Asya'nın Çöküşü (Çev. M. Güneç), Alfa Yayınları, s.15-18
- Hill, Charles (2009), International Business Competing in the Global Market Place, McGraw-Hill, Page.260
- Hoggarth, G. Sterne (1997), “Capital Flows: Causes, Consequences and Policy Responses” Handbooks in Central Banking, No:14. CCBS, Bank of England, s.247-268
- Hull, John C. (2000), “Options, Futures & Other Derivatives”, International Fourth Edition, Prentice Hall, U.S.A. p.54-69
- Hussain, M. ve Haque, M. (2016), “Foreign Direct Investment, Trade, and Economic Growth: An Empirical Analysis of Bangladesh”, Economies, 4(7), s.1-14
- IFC (2000), Emerging Sock Market Factbook, Washington, IFC Publications, Page.22
- Kahveci, Şükran ve Terzi, Harun (2017), “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkilerin Nedensellik Analizleri ile Testi”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 49, s.135-154
- Karaçor, Zeynep & Umutlu, Hasan & Kasap, Orhan (2017),“ Doğrudan Yabancı Yatırımlar Ekonomik Büyüme İlişkisi”, I. Uluslararası Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Öğrenci Kongresi, s. 219-226
- Karakoyunlu, Erdoğan (1981), Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, Çeltüt Matbaacılık, s.13
- Karluk, R. (2007), Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Katkısı, Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye Paneli
- Kava, Tolga Hakan (2005), “ERM II de Gelecek Var mı? Türkiye Açısından Olası Senaryolar ve Politika Önerileri Nelerdir?” Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, s.10-11

- Kayahan, C. (2009), "Finansal Türevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları" Yönetim ve Ekonomi, Cilt:16, Sayı:1
- Kazgan, Gülten (2002), "Tanzimat'tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye" Bilgi Üniversitesi Yayınları, s.461-468
- Kazgan, G. (2015), Küreselleşme ve Ulus Devlet Yeni Ekonomik Düzen, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, s.207
- Keskin, N. (2009), "Sermaye Kontrolleri: Nedenleri, Türleri ve Ülke Deneyimleri" Sosyo- Ekonomi Dergisi, s.147-166
- Kolko, Joyce (1988), Restructuring The World Economy, New York Pantheon Books
- Koyuncu, Fatma Turan (2017), "Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Ekonomik Büyüme ve İstihdam Arasındaki İlişki: Türkiye Uygulaması (1990-2015)" , Uluslararası Sosyal ve Ekonomik Bilimler Dergisi, s. 17-24
- Krugman, P.R. ve Obstfeld, M. (2003), "International Economics: Theory and Policy", World student series, Addison-Wesley, USA.
- Kwiatkowski, Denis vd.(1992), "Testing the Null Hypothesis of Stationary Against the Alternative of a Unit Root: How Sure are we that Economic Time Series Have a Unit Root?" Journal of Econometrics, Vol.54, p.159
- Labonte, Marc (2016), "Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions", Congressional Research Service Report, RL30354, p.13
- Lee, J. (1997), Sterilizing Capital Flows, International Monetary Fund, Economic Issues, No:7
- McCulloch, R.(1993), Foreign Direct Investment in the United States, Finance and Development, Page.14
- Miynat, Mustafa (2002), "Liberalizasyon Sürecinde Ortaya Çıkan İstikrarsızlıklar ve Çözüm Önerileri" Yönetim ve Ekonomi, Cilt:9, Sayı:1-2, s.187-191
- Montiel, Peter (1994), "Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issue and Empirical Estimates" The World Bank Economic Review, Vol.8, No.3, Page.324-325

- Moreno, R. (2000), What explains capital flows?, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter
- Mucuk, Mehmet & Demirsel, Mustafa Tahir (2009), “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Performans”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, s.365-373
- Norgren, Claes (2010), “The Causes of the Global Financial Crisis and Their Implications for Supreme Audit Institutions”, Swedish National Audit Office, Vol. 1(1), p.15
- Oksay, Suna (1998), “Çokuluslu Şirketler Teorileri Çerçevesinde, Yabancı Sermaye Yatırımlarının İncelenerek Değerlendirilmesi”, Dış Ticaret Dergisi, Sayı:8, s.4
- Orhangazi, Özgür (2002), “Turkey: Bankruptcy of Neoliberal policies and possibility of alternatives”, Review of Radical Political Economics, Cilt:34, Sayı:3, s.335
- Orhangazi, Özgür (2020), “Türkiye Ekonomisinin Yapısı, sorunlar, Kırılganlıklar ve Kriz Dinamikleri”, İmge Kitabevi, s.85-101
- Özer, Mustafa (1999), “Finansal Krizler; Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar” Anadolu Üniversitesi Yayınları, s.88
- Özkan, Gökmen (2018), Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları, Cinius Yayınları, s.62-79
- Parente, Stephen ve Prescott, Edward (1993), Changes in the Wealth of Nations, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review Spring, Page.268
- Phillips, Peter C. P. and Perron, Pierre (1988), “Testing for A Unit Root in Time Series Regression”, Biometrika, Vol. 75, No.2, s.335
- Pijl, Kees Van Der (2014), Küresel Rekabetler (Çev. K. Kurtul), İmge Kitapevi, s.46
- Ramkishen, S. Rajan (2002), “International Financial Liberalisation in Developing Countries: Lessons from Recent Experiences”, Centre For International Economic Studies Discussion Paper, p. 425
- Reinhart, C. (1999), “Some Lessons for Policy Makers Dealing with the Mixed Blessing of Capital Inflows, in Capital Flows and Financial Crises”, Kahler, Page.127

- Richard, Lewich (1998), *Emerging Market Capital Flows*, Kluwer Academic Pbl, Page.34
- Roubini, N. ve Mihm, S. (2012), *Kriz Ekonomisi: Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği*, (Çev. I. Tezcan), Pegasus Yayınları, s.34-35
- Schularick, M. (2006), “A tale of ‘Two Globalizations’: Capital flows from rich to poor in eras of global finance” *International Journal of Finance and Economics* 11, Page.339-354
- Schulmeister, Stephan (2000), *Globalization Without Global Money: The Double Role of Dollar as National Currency and World Currency*, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.22, No.33, s.365
- Schwartz, Gideon (1978), “Estimating the Dimensional of A Model”, *The Annals of Statistics*, Vol. 6, No. 2, s.461
- Serena, Ng and Perron, Pierre (2001), “Lag Length Selection and the Construction of Unit Root Tests with Good Size and Power” *Econometrica*, Vol.69, s.1521
- Sevüktekin, Mustafa ve Nargeleşkenler, Mehmet (2007), “Ekonometrik Zaman Serileri Analizi- Eviews Uygulamalı, Nobel Yayın Dağıtım, s.217
- Seyidoğlu, H. (2003), “Uluslararası İktisat”, Güzem Yayınları, 15. Baskı, İstanbul
- Seyidoğlu, H. (2003), “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri” *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4 (2), s.141-156
- Sofilda, E. & Amalia, R. & Hamzah, M. (2015), *Determinant Factor Analysis of Foreign Direct Investment In Asean-6 Countries Period 2004-2012*, OIDA *International Journal of Sustainable Development*, page.28-40
- Storper, Michael ve Walker, Richard (1989), *The Capitalist Imperative: Territory, Technology and Industrial Growth*, Oxford Basil Blackwell, Vol:2, Page:28
- Tarı, Recep (2008), “Ekonometri”, 5th edition, Kocaeli Üniversitesi Yayınları, s.380
- Tarı, Recep (2010), *Ekonometri*, Umuttepe Yayınları, Genişletilmiş 6. Baskı, s.465
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı (1963), *Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı*, s.494-495

- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı (1968), İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, s.119-120
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı (1973), Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı, s.191
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı (1979), Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı, s.272
- TCMB (2018), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Döviz Rezerv Yönetimi, Ankara
- Tekin, Oğuz (2008), Antik Nümismatik ve Anadolu (Arkaik ve Klasik Çağlar), Arkeoloji ve Sanat Yayınları, s.14
- Tezel, Yahya Sezai (1986), Cumhuriyet Tarihinin İktisadi Tarihi, Yurt Yayınevi, s.96
- Tobin, James (2000), Financial Globalization, World Development, (28)6: p.1101-1104.
- Topuz, S. G. ve Sekmen, T. (2019), Sermaye Akışı ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Asimetrik Etkiler. Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 6(1), s.154-171
- Tüleykan, Hayrettin ve Bayramoğlu, Selçuk (2016), “Türkiye’de 24 Ocak Kararları ile Başlayan Finansal Serbestleşmenin Günümüz İktisadi ve Mali Yapısına Yansımaları”, The Journal of Academic Social Science Studies, s.405-406
- Türker Kaya, Yasemin (1998), “Sermaye hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin modellenmesi: Türkiye örneği” DPT yayın no:2487, s.128-130
- Ünsal, Mehmet Emin (2017), “FDI and Economic Growth: Comparative Analyses between Turkey and the Other OECD Countries”, Journal of Current Researches on Business and Economics, Cilt: 7,Sayı: 2, s.207-216
- Waqas, Yahya & Hashmi Shujahat Haider & Nazir Muhammad Imran (2015), “Macroeconomic Factors And Foreign Portfolio Investment Volatility: A Case Of South Asian Countries” Future Business Journal 1, p.65–74
- Wehrofriz, G. (2007), Reinventing Hong Kong, Newsweek International, p.2-9
- Wild, John & Wild Kenneth & Han, Jerry (2006), International Business; Prentice Hall, New Jersey, Page.206

- Williamson, J. (1990), What Washington Means by Policy Reform, Peterson Institute for International Economics Speeches, Testimony, Papers, In: Edited by John Williamson, Latin American Adjustment: How Much Has Happened? Washington DC. Peterson Institute for International Economics Published April 1990, November 2002
- World Bank (1997), Causes of Capital Inflows and Policy Responses to Them, Finance and Development
- Yay, Turan & Yay, Gülsün Gürkan & Yılmaz, Ensar (2001), “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler Ve Finansal Düzenlemeler” İstanbul Ticaret Odası Yayınları, s.41-42
- Yeldan, Erinç (2002), Neoliberal küreselleşme ideolojisinin kalkınma söylemi üzerine değerlendirmeler, Bilkent Üniversitesi
- Yeldan, Erinç (2016), “Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme”, İletişim Yayınları, s.50-54
- Yentürk, Nurhan (2014), “Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler” Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2. Baskı, s.104
- Yıldırım, Zekeriya (1998), “Türkiye Dünyanın Neresinde?”, Açık Oturum İktisat Dergisi, Sayı:380, s.139
- Yılmaz, Mine (2010), “Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Dış Ticaret ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir Deneme”, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt: 8, Sayı: 1, s.241-260
- Zengin, Ahmet (2001), “Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Dış Ticaret Fiyatları (Türkiye Ekonomisi Üzerine Ampirik Bulgular)”, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt.2, Sayı.2, s.27
- Zghidi, N. & Sghaier, I. & Abida, Z. (2016), Does Economic Freedom Enhance the Impact of Foreign Direct Investment on Economic Growth in North African Countries? A Panel Data Analysis, African Development Review, 28(1), p.64-74.

ÖZGEÇMİŞ

