

Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri

Yrd. Doç. Dr. Abdullah Takım

Bartın Üniversitesi
İİBF İktisat Bölümü
atakim@bartin.edu.tr

Özet: Gelişmiş ülke yatırımcılarının yüksek kazanç beklentisi, gelişmekte olan ülkelerin ise tasarruf açığı dolayısıyla yabancı tasarrufları kullanma arzusu sermaye hareketlerinin bir ülkeden başka bir ülkeye yönelmesine neden olmaktadır. Yüksek büyüme hızı ve kalkınmanın finansmanına çözüm arayan gelişmekte olan ülkeler dış borç, yabancı sermaye alternatiflerinden yabancı sermayeden yana tercihlerini kullandıkları gözlenmektedir. Yabancı sermaye akımları gittiği ülkedeki makro ekonomik koşullardan hem kendileri etkilenmekte hem de o ülkedeki büyüme, yatırım, döviz kuru, faiz oranı, bankacılık, tasarruf ve tüketim hacmini etkilemektedir. Bu çalışmanın amacı, yabancı sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerde, makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini incelemektir.

Anahtar Kelimeler: Yabancı Sermaye, Makroekonomik Etki, Gelişmekte Olan Ülke, Ekonomik Kriz.

Macroeconomical Effects of Foreign Capital Movements for Developing Countries

Abstract: High gain expectations of investors in developed countries and the desire to use foreign savings because of saving deficits in developing countries lead capital flows from one country to another. It is seen that developing countries choose to get the foreign capital rather than foreign debt in order to grow by high rates and finance the development. Foreign capital is effected from macroeconomic conditions in a country and also effects the growth, investments, exchange rates, interest rates, banking, savings, and consumptions in that country. The purpose of this paper is examining the macroeconomic effects of foreign capital movements in developing countries theoretically and analyse the effects of foreign capital flows into a country on the macroeconomic variables.

Keywords: Foreign Capital, Macroeconomic Effect, Developing Country, Economic Crisis.

Giriş

Gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik kalkınmalarının finansmanında ortaya çıkan sermaye yetersizliği dış kaynakların kullanılmasına neden olmaktadır. Bu kaynaklar, geleneksel ve alternatif dış finansman kaynakları olarak sınıflandırılmaktadır. Geleneksel dış finansman kaynakları; uluslararası mali kuruluşlardan sağlanan fonlar, devletlerarası finansmanlar ve uluslararası ticari banka kredilerinden oluşurken, alternatif dış finansman kaynakları; doğrudan yabancı sermaye hareketleri, uluslar arası portföy yatırımları ve diğer yabancı yatırımlardan oluşmaktadır (DPT, 2000: 2).

Dünya ekonomisinde sermaye hareketleri kapitalizmin gelişmesine paralel olarak ortaya çıkan bir olgudur. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını da bu sürecin bir parçası olarak değerlendirmek gerekir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 26). Son yıllarda birçok gelişmekte olan ülkede finansal serbestleşmenin ekonomik gelişmeyi sağlayacağı beklentisiyle, sermaye girişlerinde artış söz konusu olmakta, ilgili ülkeler büyümelerini bu kaynaklarla finanse etmek istemektedirler. Başlangıçta uzun vadeli doğrudan yatırım şekline ortaya çıkan yabancı sermaye hareketleri, sonraları kısa vadeli portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmiştir. Ancak söz konusu yabancı sermaye akımlarının gittiği ülkede makroekonomik büyüklükleri hangi yönde etkilediği konusunda literatürde fikir birliği oluşmamıştır. Yapılan teorik ve ampirik çalışmaların bir kısmı, sermaye hareketlerinin yöneldikleri ülke ekonomisine olumlu katkılarının yanı sıra olumsuz etkilerinin de olabileceğini iddia etmektedirler. Yabancı sermaye, gittiği ülkede üretimin artmasına, yeni teknoloji ve yönetim bilgisinin gelmesine, rekabeti geliştirerek ülke ekonomisinin dinamizm kazanmasına, portföy çeşitlendirmesine, döviz girişinin sağlanmasına, ihracatın artmasına ve finansal piyasaların entegrasyonunu sağlayarak bu piyasaların gelişmesine katkıda bulunmaktadır (Todaro, 1989; Loungani ve Razin, 2001). Diğer bazı çalışmalar ise, yabancı sermaye hareketlerinin çoğu ülkede ekonomik krizlerin nedenleri arasında gösterildiğini ortaya koymaktadır. Yapılan eleştirilerde, kontrolsüz ve zamansız bir biçimde gerçekleşen yabancı sermaye girişlerinin ekonominin denetimi üzerinde yabancılarının etkisinin artması, yerli firmalara karşı haksız rekabet üstünlüğü, teknolojik bağımlılık ve ekonomik bütünlüğün bozulma ihtimali noktalarında yoğunlaşmaktadır (Lopez-Mejia, 1999).

Bu yüzden gelişmekte olan ülkelerin finansal liberalleşme ile birlikte sermaye hareketlerini serbest bırakmaları sıkça tartışılan bir konudur. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesini savunanlara göre, serbestleşme sayesinde teknolojinin, gelişmiş ülkelere düşük gelirli ülkelere yönelerek olumlu dış ilişkiler meydana gelecektir. Karşı olan düşüncelerin odak noktası ise sermaye hareketlerinin mali krizlere neden olacağı düşüncesidir (Durham, 2003: 34–35). Krizlerle ilgili yapılan çalışmaların çoğunda sermaye hareketleri kriz nedenleri olarak gösterilmektedir. Bu yüzden gelişmekte olan

ekonomilerde yakın geçmişte yaşanan finansal krizler, büyük miktardaki kontrolsüz sermaye girişlerinin makroekonomik dengelerde bozulmalara neden olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bu etkiler, söz konusu ülkelerin ulusal paralarının reel olarak değer kazanması, reel faiz oranlarındaki yükselmenin süreklilik göstermesi, enflasyonist baskılar ve cari açığındaki yükselme olarak sıralanmaktadır (Yeldan ve diğerleri, 2002).

1990'lı yılların başlarında yoğunluk kazanan finansal serbestleşme hareketleri sonucunda, sermaye hareketlerini sınırlayan yasal düzenlemeler ortadan kaldırılmıştır. Finans piyasaları üzerindeki denetimlerin zayıflaması, bir yandan yeni finansal araçların ve yöntemlerin geliştirilmesine neden olurken, diğer yandan sermayenin ülkeler arasında serbest şekilde hareket etmesi sonucunu doğurarak, finansal piyasalar ve kurumların birbirleriyle bütünleşmesine imkan sağlamıştır. Bu süreçte, sermaye hareketlerindeki hızlı artış daha kısa vadeli ve spekülasyonist bir niteliğe bürünmüş ve resmi kanallardan özel piyasalara kaymıştır. Sermaye hareketlerinin, finansal sistemlerindeki zayıflıklar ve kırılgan makroekonomik yapıları nedeniyle en fazla gelişmekte olan ekonomiler üzerinde etkili olmuştur.

1990'lı yıllarda birçok gelişmekte olan ülkenin ekonomik ve mali krizle karşı karşıya kalması, bu ülkelerin uluslararası sermaye hareketlerini serbestleştirmesiyle aynı döneme rastlamaktadır. Bu bağlamda sermaye hareketleri ile makroekonomik büyüklükler arasındaki ilişkiyi açıklamak birçok çalışmanın konusunu oluşturmuştur.

Yabancı sermaye hareketleri başta ekonomik büyüme olmak üzere enflasyon, döviz kuru, faiz oranı, yatırım düzeyi, kredi hacmi, firmalar, sermaye piyasası, bankacılık kesimi ve oradan da genel ekonomiye olan etkileri dikkate alındığında denetleyici ve düzenleyici önlemlerin alınmadığı ekonomilerde istikrarsızlığa yol açabilmektedir (TCMB, 2006: 17).

1. Yabancı Sermaye Hareketleri

Yabancı Sermaye hareketleri, ödemeler dengesi metodolojisine uygun olarak doğrudan yabancı sermaye hareketleri, yabancı portföy yatırımları ve diğer yabancı yatırımlar olmak üzere üç başlık altında incelenebilir.

1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketleri

Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketleri bir ülkede bir firmayı satın almak veya yeni kurulan bir şirket için kuruluş sermayesi sağlamanın yanı sıra, mevcut bir şirketin sermayesini artırmak yoluyla o ülkede bulunan şirketler tarafından diğer ülkede bulunan şirketlere yapılan ve kendisi ile birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraber getiren yatırımlardır (Karluk, 2001: 100).

Gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye hareketleri özellikle 1980'lerle beraber hızlı bir biçimde artmaya başlamıştır.

Bu durumun en önemli nedenlerinden birisi 1980'li yıllarda yaşanan borç krizleridir.

Yabancı sermayeye karşı, II. Dünya Savaşı sonrasında oluşan olumsuz tavır 1980'li yıllarda ortadan kalkmış ve yabancı sermayeye karşı çekingenlik kaygısı gündemden kalkarak ülkelerin yabancı sermayeyi nasıl çekebilecekleri konusu gündeme girmiştir. Günümüzde ülkeler doğrudan yabancı yatırımları ülkelere çekebilmek için yoğun çaba harcamaktadırlar. Doğrudan yabancı yatırımların çekilmesi noktasında kurumsal ve yasal altyapı oluşturularak, yatırım ortamını iyileştirmek için ülkeler adeta yarış içerisine girmişlerdir.

Doğrudan yabancı yatırımlar belirli bir fiziki sermaye şeklinde yatırıma yöneldiğinden ekonomik koşullardaki bozulma dönemlerinde yatırım yapılan ülkeyi kolayca terk edemezler. Çünkü dalgalanma dönemlerinde fiziki sermayenin anında likiditeye dönüşmesi zor, hatta imkânsızdır. Doğrudan yatırımların ev sahibi ülkelerde kalıcı olabilmesi, diğer yabancı yatırımlara göre daha çok tercih edilmesine neden olmaktadır. Portföy yatırımlarının ekonomik krizlere karşı gösterdiği duyarlılık, daha istikrarlı olan doğrudan yatırımların önemini daha da artırmaktadır. Bu tür yatırımlarda planlar uzun vadeli. Yatırım yapılan ülke ile yatırım/yatırımcı arasında organik bir bağ oluşmuştur.

Doğrudan yabancı yatırımlar gittiği ülkede ekonomik kalkınmaya, istihdama, teknolojik gelişmeye, sermaye birikimine ve ihracata önemli katkı yapmaktadır. Bu yüzden ki, çoğu ülke yerel yatırımcılara tanıdığı avantajları yabancı yatırımcılara tanıtmışlar, hatta yabancı yatırımcıların daha çok desteklendiği görülmüştür. Böyle olmasına rağmen, yabancı sermayeyi ülkeye çekmenin aracı olan çok uluslu şirketlerin, gün geçtikçe dünya pazarlarında hâkimiyeti artarken, ürün fiyatları ve ücretlerin belirlenmesinde etkili olmaktadır. Bu durum teknolojik gelişme sürecini tamamlayamamış ekonomileri olumsuz yönde etkilemektedir.

Doğrudan yatırımların etkisi, yöneldiği sektöre, piyasanın büyüklüğüne, ekonominin dışa açıklık derecesine ve yatırımın türüne göre farklı olmaktadır. Kuşkusuz doğrudan yabancı yatırımları yönlendirenler çok uluslu şirketlerdir ve bunların yatırım stratejisini belirlerken en önemli kriterlerinden biri de gidecekleri ülkeden elde edecekleri getirinin kendi ülkelerinden elde edecekleri getiriden büyük olmasıdır. Çok uluslu şirketler elde edecekleri karı maksimize etmek için gittikleri ülkeler için hazırlık çalışmaları yapmakta ve en uygun ortamı seçmektedirler.

Dünyadaki mevcut konjonktür, yabancı sermaye konusundaki çekinceleri ortadan kaldırıp, ulusal egemenliği zayıflatacağı yönündeki endişeleri azaltarak, yabancı sermaye yaklaşımında ekonomik görüşlerin siyasi görüşlerin önüne geçtiğini göstermektedir. Daha önce yabancı sermaye girişlerini engelleyen ülkeler bile yabancı sermayeyi ülkeye getirmenin yollarını araştırmaktadırlar.

Ekonomik büyümenin devam etmesi ile birlikte şirket karlarındaki artış, doğrudan yabancı yatırımların gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere yönelerek, kalkınmanın finansmanı için etkili bir kaynak olarak devam edeceğini göstermektedir.

1.2. Yabancı Portföy Hareketleri

1980'lerde yaşanan borç krizleri nedeniyle gelişmekte olan ülkelere yönelen özel sermaye hareketleri 80'li yılların sonuna kadar önemli bir artış olmamıştır. Böyle olmasına rağmen finansman temininde yaşanan zorluklar yeni finansal araçların arayışı sonucunda uluslararası portföy yatırımları ortaya çıkmıştır (Delice, 2000:9).

Dolaylı yabancı sermaye hareketleri de denilen yabancı portföy yatırımları kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak bilinmektedir. Dolaylı yatırımlar, fon arz edenlere bir kısım riskleri de göze alarak, uluslararası piyasalarda faiz, temettü kazancı sağlamak amacıyla hisse senedi ve tahvil alıp satmaları işlemidir.

Döviz piyasalarında ve sermaye piyasalarında bonolar, tahviller, hisse senetlerine mali yatırımlar, kısa vadeli banka kredileri gibi yatırımlar portföy yatırımları sayılırlar. Kayıt dışı fonlar da bu tür akımlar içinde değerlendirilebilir (Kazgan, 2005: 228). 1960'lı yıllardan itibaren uluslararası para piyasalarında çığ gibi büyüyen bu fonlar doğrudan yatırımlardan farklı olarak son derece akışkan bir yapıya sahiptirler.

Portföy yatırımlarının ülkeye giriş ve çıkışı elektronik ortamda gerçekleştirildiğinden, işlemler oldukça kısa süreli olabilmekte ve yatırımcılar risk gördükleri anda kolaylıkla portföylerini boşaltabilmektedirler.

Portföy teorisine göre belirli bir sermayeye sahip olan yatırımcılar mevcut fonlarını farklı menkul değerler arasında paylaştırırken, kabul edilecek bir risk düzeyinde portföyden elde edeceği gelirin maksimum olmasını tercih ederler. Bu amacı gerçekleştirmek için yatırımcılar portföylerini oluştururken her menkul kıymet için risk ve getiri oranını dikkate alarak portföyünü oluştururlar. Bu aşamada sadece menkul kıymetin getirisini değil, riskini de dikkate alarak seçimini yaparlar (Seyidoğlu; 2001: 375).

Doğrudan sermayeyle bazen karşıt bazen birlikte hareket eden portföy yatırımları hızlı mobilite özellikleri nedeni ile yüksek getirili gelişmekte olan ülke sermaye piyasası araçlarına yönelmektedirler. 1989–93 döneminde ABD faiz oranlarındaki gerileme ile birlikte gelişmekte olan ülkelere girme cesareti gösteren portföy yatırımları öncelikle enflasyonu düşük, kamu açıkları yüksek olmayan ve yapısal reformları gerçekleştirmiş ekonomileri tercih etmektedirler. Ancak portföy yatırımlarının yüksek mobilite özelliği girdiği ülkelerin makro ekonomilerinde ani iyileşmelerin yanında çıkışları da ani çöküntülere neden olabilmektedir (SPK, 2007:13).

Portföy yatırımlarının bu özellikleri dolayısıyla ekonomi çevrelerince sıkça tartışılmaktadır. Kazgan'a göre bu tür yatırımların amacı, para

üzerinden para kazanmaktır. Üretime doğrudan katkı yapmadıkları için var olan gelirden pay alma biçiminde ortaya çıkarlar. Yazara göre yapılan işlem, bilinen bir ifade ile sıfır toplamı bir oyundan başka bir şey değildir (Kazgan, 2005: 227).

Yabancı portföy yatırımları hareketliliğinin yüksek olması nedeniyle dikkatle takip edilmesi gereken göstergelerden biri haline gelmiştir. Türkiye’de portföy yatırımlarının özellikle 32 Sayılı Karar sonrası hareketlilik kazandığı, 1995 yılına kadar hisse senedi ve eurobond ağırlıklı finansal varlık kompozisyonunun, bu tarihten itibaren yabancıların devlet iç borçlanma senetlerine yönelmeleriyle değiştiği gözlenmektedir (SPK, 2007:83).

1.3. Diğer Yabancı Sermaye Hareketleri

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımları dışında kalan diğer tüm sermaye hareketleri bu bölümde yer almaktadır. Diğer yatırımlar da vadelerine göre uzun vadeli ve kısa vadeli sermaye hareketleri olarak sınıflandırılmaktadır.

1.3.1. Diğer Uzun Vadeli Yabancı Sermaye Hareketleri

Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları içinde yer almayan, vadesi bir yıldan daha fazla olan yurtiçi borçlanmalar, borç geri ödemeleri ve borç vermelerdir. Bu kalemdeki borçlar, sermaye piyasası araçlarıyla olan borçlanmalar değildir. Kamu ve özel sektöre ilişkin krediler, banka mevduatları ve diğer alacak ve borçlar bu kapsamda değerlendirilmektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2002:224).

1.3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (Sıcak Para Hareketleri)

Sıcak para hareketleri de denilen kısa vadeli sermaye hareketleri, vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki uluslararası sermaye hareketleridir.

Sıcak para kavramı ekonomi literatürüne, 1974 yılında petrol fiyatlarının yükselmesiyle petrol üreten ülkelerin gelirlerinin önemli ölçüde artması sonucu söz konusu ülkelerin kontrolündeki petro dolarlar ile girmiştir (SPK, 2007: 38). Petrol fiyatlarının yükselmesi sonucu petrol üreticisi ülkelerdeki fon fazlası, üçüncü dünya ülkelerinin dış açıklarının önemli bir kısmını oluşturan petrol faturalarının finansmanı için söz konusu ülkelere yönelmesi için önemli bir neden ortaya çıkmaktaydı. Öyle ki ilgili dönemde petrol ihracatçısı ülkelerin fon fazlası ile petrol ithal eden ülkelerin dış ticaret açığı neredeyse biri birlerine yaklaşmaktaydı. Örneğin, 1974–1980 yılları arasında petrol ihraç edenlerin fon fazlası 300 Milyar dolar, az gelişmiş ülkelerin dış ticaret açığı 300 Milyar dolara yükselmisti (Başkaya, 2005:134). Bu durum çok uluslu ticari bankaların petrol fazlalarını dış ticaret açığı veren az gelişmiş ülkelere yönelmesini sağlamaya zemin hazırlarken, az gelişmiş ülkeler de bu fonlarla ithalatlarını sürdürmeye devam etmişlerdir.

Kimi yazarlara göre, daha önceleri uluslar arası finans kuruluşları ve sanayileşmiş ülkeler tarafından gelişmekte olan ülkelere açılan kredilerin yerini alan petro dolarlar daha sonraları gelişmekte olan ülkelere hisse senedi ve tahvil alımına yönelmiştir. Sağlanan fon transferi uluslar arası özel bankaların olduğu kadar, sanayileşmiş ülkelerin de işini kolaylaştırmış, kriz ortamında dahi ihracatlarını sürdürebilme imkânını bulmuşlardır (Başkaya, 2005:135).

Sonraları sıcak para olarak nitelenen bu tür sermaye akımları, kısa dönemde hareket kabiliyeti yüksek, akışkan ve spekülatif amaçlı bir finansal işlem olarak bilinir. Ancak iktisat yazınında tam anlamıyla tanımı da yapılmamıştır. Konuyla ilgili ilk çalışmalarda Corbo ve Hernandez, 1986–1993 verilerini kullanarak gelişmekte olan ülkelere giden sermaye akımlarını bütüncül bir biçimde ele almaktadırlar (Corbo ve Hernandez, 1996; 65–85).

Sıcak para kavramı genel kabul görmüş bir tanım olmamakla birlikte, beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişmelere hızlı tepki veren sermaye akımları olarak bilinir. Dolayısıyla sıcak paranın miktarından ziyade ani hareketi önemlidir. Bu bağlamda kısa vadeli sermaye hareketleri genellikle sıcak parayı ikame eden bir veri olarak kullanılmakta ise de aralarında önemli farklılıklar vardır. Kısa vadeli sermaye akımları reel sektör kredi işlemlerini de kapsamakta, ticari kredi benzeri kalemler sıcak para tanımına girmemektedir.

Boratav, sıcak parayı arbitraj fırsatları arayan sermaye hareketleri olarak tanımlamakta, bu kategoriye giren mali araçları şöyle sıralamaktadır (Boratav, 2005: 250).

- Hisse Senetleri,
- Kısa vadeli borç senetlerine yönelen portföy yatırımları,
- Ticari krediler hariç, bankalara ve özel sektöre açılan kısa vadeli krediler,
- Banka mevduatları,
- Banka dışı diğer mevduatlardaki değişmelerdir.

Merkez Bankası Türkiye’de sıcak paranın büyüklüğünü hesaplarken, portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye akımları ve net hata ve noksan kalemlerini dikkate almaktadır. Kısa vadeli sermaye akımları ise bankaların yurt dışında kullandıkları kısa vadeli krediler, yurt içinde yerleşik bankaların ve bankacılık dışı özel sektörün yurt dışından kullandıkları kısa vadeli krediler ve yabancıların yurt içinde yerleşik bankalarda tuttıkları kısa vadeli mevduatlardaki değişmeleri ifade eder.

Sıcak paranın ayrıştırılması yapılırken kaynağına bakılarak, yerli ve yabancı kökenli oluşuna göre sınıflandırmak mümkündür. Sıcak paranın belirleyicisi yabancı kökenli sıcak para olduğuna göre bu guruba giren mali varlıkların belirlenmesi konunun anlaşılmasını kolaylaştıracaktır.

Yabancı kökenli sıcak para şu şekilde sınıflandırılmaktadır.

—Yabancıların hisse senedi ve kısa vadeli borç senetleri için yaptıkları portföy yatırımları.

—Yerli bankalara açılan kısa vadeli krediler.

—Özel sektöre açılan kısa vadeli krediler.

— Yabancıların yurt içinde açtıkları mevduat hesapları da yabancı kökenli sıcak para kapsamında değerlendirilir.

Yabancılar ve yerleşikler ellerindeki dövizleri çok karlı olduğu için bozdurup, Türk Lirası enstrümanlara yatırması ve risksiz saydıkları bir vade sonunda yeniden dövize dönerek, döviz bazında çok yüksek karlar elde etmektedirler (Törüner, 2002). Bir ülkeye kısa vadeli amaçla girip, elde ettiği karı ülke dışına taşıyan bu tür spekülatif sermaye akımları özellikle kırılgan ekonomilerde mali bunalımlara neden olmaktadır. Kazgan'a göre bu akımlar dışarıdan içeriye veya içeriden dışarıya sınır tanımaksızın hareket ederken, giriş sırasında ekonomi yapay bir biçimde büyürken, çıkışı sırasında krizlere yol açmaktadırlar. Bu yüzden sıcak para hareketleri, ülke ekonomileri üzerindeki etkileri bakımından uluslar arası finansal sistemin işleyişinde en zayıf halka olarak kabul edilebilir (Kazgan, 2005: 229).

Ekonomi politikalarını bu sıcak paraya dayandıran ülkelerin döviz kurları aşırı değerlenmekte, ihracatı azaltıp, ithalatı artırmakta, ekonominin rekabet gücünü azaltmakta ve sonunda milli gelirin düşmesine neden olmaktadır.

Sıcak para hareketlerinin az gelişmiş ülkeler üzerindeki etkilerini inceleyen Gabriel Palma, sıcak para hareketlerinin biri birleriyle etkileşim içinde olduğu çeşitli değişkenlerden söz eder. Yazar bu etkileşimi şöyle açıklamaktadır. Portföy yatırımları ve yerli bankalara verilen kısa vadeli kredilerin inanılmaz derecede büyümesi, faizlerin düşmesi, reel döviz kurunun hızlı bir biçimde değerlenmesi, tüketim patlaması, borsa içerisinde yapay büyüme, tasarrufların azalması, cari işlemler dengesinin bozulması, dış borcun büyümesi ve vadesinin kısılması, sonunda krizin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu olguyu gerek Latin Amerika ülkelerinde, gerekse Güneydoğu Asya ülkeleri örneklerinde görmek mümkündür.

Sıcak para hareketlerinin, 1980–1997 yılları arasında 21 ülkede ekonomik performansını inceleyen Eichengreen'in ulaştığı sonuç, ekonomik çalkantı dönemlerinde sıcak para hareketlerine kısıtlama getiren ülkelerin bunu yapmayanlardan daha yüksek bir performans yakaladığı şeklindedir (Eichengreen, 2006: 34). Eichengreen, Türkiye'nin kısa vadeli sermaye hareketlerine sınırlama getirmesinin zor olduğunu, piyasaları bozacağını söylerken, Türkiye'nin Malezya'yı değil, Şili'yi örnek alması gerektiğini bildirmektedir. Çünkü Şili modelinde sıcak parayı kontrol altına almak için yabancı yatırımcılara faizsiz bir hesapta karşılık tutma zorunluluğu getirmişti. Bu düzenleme katı bir uygulama değil, uygulanabilirliği olan basit bir vergi işlevi görmektedir.

Türkiye gelişmekte olan piyasalar içerisinde sıcak para olarak adlandırılan ülkeler içerisinde kısa vadeli spekülatif sermaye

hareketlerinin getirisinin en yüksek olduğu ülkelerden birisidir. Kazgan'a göre 2002–2003 yıllarında ülkeye giren her 10 Doların 15 Dolar olarak geri çıkışı yaşanmıştır (Kazgan, 2005: 278).

Türkiye'de sıcak paranın ne kadar olduğuna dair bir konsensus oluşmamıştır. Bu hesaplamayı yapan taraflar aynı yöntemi uygulamalarına rağmen asıl sorunun nelerin sıcak para kapsamına dâhil edileceğidir. Bir kısmı sadece kısa vadeli sermaye hareketlerini değil, finansal kesimdeki birçok enstrümanı sıcak para kapsamında değerlendirmişlerdir. Bunlar:

- Bankalar da dâhil, özel kesimin döviz pozisyon açıkları sıcak para niteliğindedir.

- Sıcak para kapsamında değerlendirilen, yurt dışında yerleşiklerin portföyündeki hisse senetlerinin önemli bir kısmı yıllardır Türkiye'dedir. Bunların tümü sıcak para kapsamında değerlendirilmeyebilir.

- Yurt içinde yerleşikler tarafından bankalara ve özel finans kurumlarınca açılan YTL ve Döviz Tevdiat Hesapları kriz ortamında ani hareketler sergilediğinden bunları sıcak para kapsamında değerlendirmek gerekir.

- Türkiye'de yerleşiklerin faizlerin yükselmesi halinde, değeri düşen tahvil ve bonoları elden çıkarmak istemeleri gözlenmiştir. Bunları da sıcak para kapsamında değerlendirmek gerekir.

- Ödemeler Bilânçosunun Net Hata ve Noksan kalemindeki tutarların tümü sıcak para kabul edilmemelidir.

Merkez Bankası Türkiye için kısa vadeli sermaye akımlarını sıcak para kapsamında değerlendirmektedir. Sermaye hesabının liberalize edilmesinin sonucu olarak ortaya çıkan bu akımlar sermaye akımlarının belirleyicisi olarak görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin çoğu yurt içi finansal liberalizasyonu gerçekleştirdikten sonra sermaye hesabını tedricen libere etmişlerdir. Yakın dönemde yapılan çalışmalar sermaye giriş ve çıkışları ile farklı sermaye türleri arasında önemli bir fark olduğunu ortaya koymuşlardır. Örneğin, kısa ve uzun vadeli sermaye akımlarının liberalize edilmesinin yansımaları da farklı olmaktadır (Williamson ve Mahar, 2002: 56). Son yıllarda sermaye akımlarının çoğu istikrarsız kısa vadeli akımlardır. Spekülatif nitelikli oluşları ters yönde hareket etmelerine neden olmaktadır. Bu yüzden kısa vadeli sermaye hareketlerinin sürekliliği olmayıp, değişkenliği yüksek sermaye akımları olarak değerlendirilir. Gelişmekte olan ülkelerde en çok tartışılan konulardan birisi kısa vadeli sermaye hareketlerini engelleyen önlemlerin alınmasına yöneliktir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, literatürde bir kısmı liberal, bir kısmı da ihtiyatlı olmak üzere birçok tartışmayı da beraberinde getirmektedir.

Tartışmanın merkezi ise özellikle kısa vadeli sermayenin ülkeden çıkışının engellenmesi ile ilgili noktada düğümlenmektedir. Kumcu'ya göre kısa vadeli sermaye hareketlerine kısıtlama getirme düşüncesi yanlıştır. Çünkü çıkışın engellendiği bir piyasada dolaylı olarak giriş de engellenmiş

demektir. Yazara göre kısa vadeli sermaye hareketlerinin serbest olmadığı bir ülkede uzun vadeli sermaye hareketleri de serbest olamaz. Kaldı ki giderek derinleşen ve genişleyen piyasalarda vadeler biri birine karışmıştır. Hangi finansal aracın kısa vadeli, hangisinin uzun vadeli olduğunu belirlemek çok da kolay olamamaktadır. Örneğin otuz yıl vadeli çıkarılmış bir bono ikinci el piyasada işlem görerek kısa vadeli sermayenin etkilerine benzer bir etki oluşturur. Son dönemde IMF'nin yapmış olduğu tespitler de bu düşüncüyü destekler niteliktedir.

2. Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri

Günümüzde iktisadi terminolojide en çok tartışılan konulardan birisi, finansal serbestleşme sürecine paralel olarak önemli boyutlara ulaşan sermaye hareketleridir. Özellikle 1990'lı yıllardan sonra gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan finansal krizler, sermaye hareketlerini serbestleştirmenin makroekonomik etkilerinin daha fazla sorgulanmasına yol açmıştır. Sermaye hareketlerini serbest bırakmanın zamanlaması, sermaye hareketleri üzerindeki denetimlerin kademeli bir biçimde kaldırılması gerekliliği ve uygulanacak makroekonomik politikalarla uyumu sıkça tartışılan konulardandır. Bu tartışmalardan hareketle sermaye hareketlerinin farklı ülkelerde farklı etkileri olmakla birlikte genel olarak sermaye hareketlerini serbestleştirmenin özünde istikrarsızlık unsuru taşıdığı ve makroekonomik istikrarsızlığa neden olduğu savunulmaktadır.

2.1. Yabancı Sermaye Hareketlerinin Tüketim ve Tasarruflar Üzerindeki Etkileri

Sermaye girişleri gittiği ülkedeki makroekonomik gelişmelerden hem kendileri etkilenmiş hem de söz konusu ekonomilerin makroekonomik gelişmelerinden etkilenmişlerdir. Sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerinin başında yurtiçi üretim-tüketim ve yatırım - tasarruflardan oluşan ve dış denge ile tamamlanan ekonominin genel dengesi gelmektedir. Ekonominin genel dengesi yurtiçi gelirlerin ne ölçüde tüketilip tasarruf edildiği, tasarrufların da yatırımları ne ölçüde finanse ettiğini gösterir. Buradan hareketle bir ülkede yatırım-tasarruf açığı söz konusu ise bu açığın ne ölçüde dış kaynaklarla finanse edildiğini ve sağlanan dış kaynağın milli geliri ne kadar artırdığını gösterir (Uzunoğlu, Aklin ve Gürlehel, 1995: 64).

Sermaye hareketlerinin ülkeye girişi sonucu tüketici kredileri hızla artmaktadır. Özellikle bu kredilerden faydalanan belirli bir kesim için gelir kısıtını ortadan kaldırarak, gelirden daha fazla harcama yapmaya yönlendirmektedir (Uzunoğlu, Aklin ve Gürlehel, 1995: 65). Yoğun sermaye girişi gelişmekte olan ülkelerde iç talebi artırıcı etki yapmaktadır. Kredi artışının körüklediği iç talep artışı bazı ülkelerde yatırımlar lehine bir durum ortaya çıkarsa da, bu artış ticarete konu olmayan sektörlerin lehine yaşandığı söylenebilir (Yentürk, 2005:164).

Yentürk tarafından 1970–1993 yıllarını kapsayan ve Türkiye, Arjantin, Şili ve Meksika'yı konu alan ampirik çalışmalarında yabancı tasarruf ile yurt içi yatırımlar arasında bir ilişki bulunamamıştır. Yine Ulengin ve Yentürk tarafından yapılan bir çalışmaya göre yabancı tasarrufların yurt içi tüketimi artırdıklarını ortaya koymuştur (Yentürk, 2005: 487).

Türkiye örneğinde yaşandığı gibi sermaye girişlerindeki artışlar ilk aşamada TL'nin değerlenmesine ve faizlerin düşmesine neden olmaktadır. Yurt içinde faizlerin düşmesi iç talebin canlanmasına, kredi stokunun artmasına ve hazinenin düşük maliyetle uzun vadeli borçlanması zincirleme reaksiyonunu başlatmaktadır. TL'nin değerlenmesi ise enflasyonun düşmesine yardımcı olurken, ihracatın ithalata bağımlılığının ve kısa vadeli dış borçların artmasına neden olmaktadır. Yine bu alt kalemler arasında dinamik ve sürekli bir ilişkinin de var olduğu gözden uzak tutulmamalıdır. Şöyle ki enflasyonun düşmesi, faizlerin gerilemesi iç talep artışını, iç talep artışı kredi ve ithalat artışlarına neden olmaktadır. Bu süreç yüksek büyüme, borç stoku ve cari açıkla sonuçlanmaktadır (SPK, 2006: 24–25).

2.2. Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri

Sermaye hareketlerinin farklı türlerinin kendilerine özgü fayda ve maliyetleri vardır. Ülkelerdeki farklı politika uygulamaları, farklı sermaye türlerinin tercih edilmesini de beraberinde getirmektedir. Finans piyasalarındaki serbestleşmeyi henüz tamamlamamış veya tamamlamak üzere olan ülkelerin sıklıkla tercih ettiği sermaye hareketleri, göreceli olarak daha az riskli ve daha istikrarlı olan doğrudan yabancı yatırımlar niteliğindeki sermaye hareketleridir. Doğrudan yabancı yatırımların kısa vadeli sermayeye tercih edilmesinin nedenlerinden biri, bu yatırımların beraberinde yabancı teknolojiyi ve yönetim becerilerini getirmesi ve böylece verimliliği artırarak, ekonomik büyümeyi desteklemesidir. Ayrıca, doğrudan yabancı yatırımlar, gelişmekte olan ülke koşulları kötüleştiğinde meydana gelen sermaye çıkışlarından daha az etkilenmektedir ve büyümeye katkıda bulunma olasılıkları daha yüksektir (Glick, 1998: 22).

Bir ülkedeki üretim kapasitesindeki artışı ifade ekonomik büyümenin, son yıllarda birçok gelişmekte olan ülkeye sermaye girişi dolayısıyla, büyümelerini bu kaynaklarla finanse etmeye başlamışlardır.

Sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini araştıran çalışmaların bir kısmı (Papanek (1973), Dowling ve Hiemenz (1983), Bhagwati(1998), Fisher (1999), McLean ve Shrestha (2002), Waheed (2004) sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisini savunurken; bir kısım çalışmalar (Mosley (1980), Rodrik (1998), Moreno, Kaminsk ve Reinhart (1996), Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998) ,Durham (2003) ekonomik büyüme ile sermaye hareketleri arasında negatif bir ilişkinin olduğunu ileri sürmektedirler. Diğer bazı çalışmalar ise (Razin,

Sadka ve Yuen 1999), gerçekte bu iki değişken arasında her hangi bir ilişkinin olmadığını ortaya koymaktadırlar.

Durham 1977–2000 yıllarını kapsayan 88 ülkenin verilerini kullanarak yaptığı ampirik çalışmasında doğrudan yabancı yatırımlarının aksine, portföy ve diğer yabancı yatırımların ilgili ülkelerin ekonomik büyümesine hiçbir katkı yapmayıp, aksine olumsuz etki yaptığını ortaya koymaktadır. Durham'a göre yabancı sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin olumlu ya da olumsuz olması büyük ölçüde gittiği ülkenin, yabancı sermayeyi mali ve kurumsal olarak içselleştirebilmesine bağlıdır. Örneğin Blomstrom ve diğerleri (1994), Borensztein ve diğerleri (1998), tarafından belirtildiği gibi yatırım yapılan ülkenin kalkınma ve dışa açıklık düzeyi sermaye hareketlerinin başarısını artırmaktadır.

2.3. Yabancı Sermaye Hareketlerinin Faiz Oranları ve Döviz Kuruna Etkisi:

Sermaye hareketlerinin en çok etkilediği değişkenlerden birisi faiz oranlarıdır. Yabancı sermaye ülkeler arasındaki faiz farklılıklarından etkilenmektedir. Faiz oranları yükseldiği ölçüde sermaye girişi artmakta, düşmesi halinde ise ülkeden sermaye çıkışı hızlanmaktadır. Bir ülkede yurtiçi faiz oranı ile uluslararası piyasalardaki faiz oranları arasındaki fark, sermaye girişini teşvik eden en önemli faktörlerden birisidir. Yurtiçi faiz oranları, uluslararası piyasalara göre ne kadar yüksekse, sermaye girişi de o kadar fazla olmaktadır.

Teorik olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerindeki artış, iç piyasada likidite bolluğu yaratarak, faiz oranlarının düşmesine yol açmaktadır. Ancak sermaye girişinin faiz oranlarına olan duyarlılığı dikkate alındığında faiz oranlarının yükselmesi yönünde baskı yaptığı söylenebilir (Uzunoğlu, Aklin ve Gürlesel, 1995: 71). Yentürk'e göre faiz oranlarının düşmemesinin nedeni dışarıdan gelen sermayenin reel sektöre yönelmek yerine spekülative alanlara yönelmesinden kaynaklanmaktadır. Sermaye hareketleri beklenenin aksine birçok ülkede yatırımları finanse etmek yerine spekülative kazançlara yönelmektedir. Neoklasik teorisinin öngördüğü "sermaye hareketleri getirisi düşük olan ülkeden, getirisi yüksek olan ülkeye yönelerek her iki piyasada getiri farkı ortadan kalkıncaya kadar devam eder", önermesi gerçekleşmemektedir.

Diğer yandan sermaye akımları gittiği ülkede dolarizasyonu artırması para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Bu durum ulusal paraya olan güveni azaltmakta ve faiz oranlarını yükseltmektedir. Faiz oranlarının yükselmesi ise yatırımları caydırıcı etki oluşturmaktadır. Yüksek faiz oranları ve değerli döviz kuru gelen sermayeye arbitraj alanı oluşturmakta ve yatırımları negatif yönde etkilemektedir. (Yentürk, 2005: 159–161). Gelişmekte olan ülkelerde, artan sermaye girişlerine karşın faiz oranlarının yüksek düzeylerde seyretmesinin diğer bir nedeni de, sermaye girişlerinin

devamlılığının sağlanabilmesi için kamu otoritesinin yüksek faiz politikası uygulamasıdır.

Sermaye hareketleri ve döviz kuru etkileşimi konusunda yapılan birçok çalışmada, sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Sermaye hareketleri ve reel döviz kuru etkileşiminin ele alındığı birçok çalışmadan çıkan ortak sonuç, kısa vadeli sermaye hareketleri ile ulusal paranın reel değeri arasında pozitif bir bağlantı bulunduğudur.

Finansal serbestleşme ile birlikte faiz oranlarının sermaye akımlarının etkisine açık hale geldiği tartışmasız bir gerçektir. Teorik olarak sermaye akımlarının, gelişmekte olan ülkelerin fon ihtiyaçlarını karşılayarak, tasarruf arzını artırdığı, sabit fon talebi altında, tasarruf arzının artmasının faiz oranlarını düşüreceği öne sürülmektedir. Neoklasik finansal serbestleşme teorisine göre, sermaye girişi, para piyasalarında likiditeyi genişleterek, daha düşük faiz oranına neden olacaktır. Bu süreç ise, gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları, uluslararası faiz oranı düzeyine gelinceye kadar devam edecektir (İnandım, 2005: 30).

Sermaye hareketlerinin en çok etkilediği değişkenlerden birisi uygulanan kur sistemine bağlı olarak döviz kurlarıdır. Sermaye akımlarının yaşandığı ülkelerde uygulanan döviz kuru sistemi ister dalgalı, ister sabit olsun, gittiği ülkenin parasını değerlendirir. Döviz kurundaki değer kaybı dış ticaret dengesini ülke aleyhine bozmakta, bu bozulma yüksek faiz düşük kur sisteminin çekiciliği artırmakta, sermaye hareketleri cari işlemler açığının finansmanında kullanılmaktadır (Uzunoğlu, Aklın ve Gürlesel, 1995: 73). Sermaye girişleri sonucu yurtiçine giren fonlar faiz arbitrajı yoluyla döviz cinsinden yüksek getiri sağlamakta, beklentilerde bozulma olduğu zaman da tersine hareket etmektedir. TL'den dönüş yaşanırken de kriz ortaya çıkmaktadır (Kazgan,2005: 278).

2.4. Yabancı Sermaye Hareketlerinin Bankacılık Sektörüne Etkileri:

Sermaye akımlarının yaşandığı ülkelerde tahsili geçmiş alacak miktarı yükselmekte, borçların geri dönüşüm oranı düşmektedir. Diğer yandan yüksek kamu açığının yaşandığı ülkelerde yüksek faiz, bankaları kamuya borç vermede motive edici bir unsur olmakta, bankalar asli fonksiyonlarının dışına çıkarak ekonomide kaynak dağılımı bozulmaktadır. (Yentürk, 2005:162). Bankacılık sektöründeki bu dönüşüm süreci doğal olarak finansal sistemde kırılma yoluna açmaktadır. Özellikle kamu harcamalarının önemli bir bölümü iç borç ile finanse ediliyorsa, bankalar geleneksel fonksiyonlarını bir tarafa bırakıp, kamuyu fonlayan bir mekanizmaya dönüşmektedir (Çolak, Ardor ve Tunçay, 2001: 708).

Öte yandan düşük döviz kuru bankaların yurt dışından borçlanmasına ve yurt içi kredilerini arttırmasına neden olurken, dövize olan talebin yükseldiği dönemlerde açık pozisyonla çalışan bankalar bu riski

hedge etmek amacıyla döviz talep etmeleri banka krizlerinin ortaya çıkmasının nedenlerinden sayılır. Ayrıca sermaye hareketlerinin yaşandığı ülkelerde düşük kur-yüksek faiz olgusunun sonucu olarak bankaların verdiği krediler ağırlıklı olarak tüketici ve gayrimenkul kredilerinde yoğunlaşmakta, reel yatırımlara yönlendirilmemektedir (Yentürk,2005: 162).

Yabancı sermayenin önemli bir kısmı bankalar aracılığıyla ekonominin diğer ünitelerine aktarılmaktadır. Bankalar gerek yabancılardan elde ettikleri, gerekse Döviz Tevdiat Hesaplarında topladıkları dövizleri Merkez Bankasına satarak Türk Lirası likidite temin etmektedirler. Merkez Bankası ise döviz alımı sonucu piyasaya verdiği likiditeyi amaçlanan para politikası çerçevesinde sterilize etmek zorunda kalmaktadır. Çünkü yoğun sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde hızlı ve etkin uygulanabilmesi, uzun vadeli sonuç vermesi nedeniyle parasal genişlemenin kontrolü için uygulanacak en iyi politika sterilizasyon politikasıdır. Bu durum faizlerin yükselmesine ve yeni yabancı fonların girişine ortam hazırlamaktadır.

Öte yandan sermaye hareketleri ile döviz rezervleri arasında güçlü bir ilişki olduğu savunulmaktadır. Sermaye hareketleri ile döviz rezervleri arasındaki ilişkinin niteliği uygulanan kur sistemine bağlıdır. Sermaye girişlerinin ortaya çıkardığı döviz arzı artışının kurları düşürücü yönde baskı yapması nedeniyle, sabit kur sisteminde merkez bankası kurun istikrarını korumak için, ulusal para karşılığında döviz satın alarak piyasaya müdahale eder. Bu durumda, merkez bankasının döviz rezervleri, satın alınan döviz miktarı kadar artar. Döviz kurlarının oluşumunun tümüyle arz ve talep güçlerinin işleyişine bırakıldığı tam esnek kur sistemlerinde ise, ilke olarak merkez bankasının piyasaya herhangi bir müdahalesi olmadığından, sermaye girişi nedeniyle merkez bankasının döviz rezervlerinde herhangi bir değişme ortaya çıkmamaktadır (Seyidoğlu, 2001: 396).

2.5. Yabancı Sermaye Hareketlerinin Kamu Açıklarına Etkisi:

Teorik olarak, sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerin tasarruf-yatırım düzeyi üzerindeki etkileri konusunda bir görüş birliği bulunmamaktadır. Daha önce açıklandığı gibi Neoklasik finansal teori, yabancı sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkelerin tasarruf açığını gidereceğini ve finansal serbestleşmenin, hem ulusal hem de uluslar arası alanda, fonların dağılımını düzenleyeceğini iddia etmektedir. Buna göre, sermayenin serbest hareket ettiği bir dünyada yatırılabılır fonlar, tasarrufların yüksek düzeylerde olduğu ülkelere doğru olacaktır (Balkan vd., 2002 : 2).

Kamu kesiminin sürekli artan açıkları yüksek finansman maliyetini ortaya çıkarmakta, yalnız bu kesimi tahrip etmekle kalmayıp, özel kesimin de üretkenliğini ve rekabet gücünü ortadan kaldırmaktadır. Sürekli yükselen finansman maliyetleri sayesinde kamu kesimi adeta ponzifinansmana yönelerek, bütçe disiplini kaybetmektedir.

Sermaye girişlerinin yaşandığı ülkelerde uygulanan maliye politikasının önemi daha da artmaktadır. Sermaye girişlerinden beklenen fayda uygulanan sıkı maliye politikasının başarısına bağlıdır. Yurtdışından gelen sermayenin ülkede tutulmasının önemli bir koşulu olan yüksek faizler kamunun iç borç yükünü artırmaktadır (Alp, 2002: 249).

Spekülatif sermaye girişleri sonucu yüksek faiz-düşük kur kısır döngüsü kamunun borç alma hevesini artırırken, kamu açığını artması ve faiz ödemeleri kamunun transfer harcamalarını yükseltmektedir. Bu durum yatırıma ayrılacak fonların azalmasına neden olmaktadır (Yentürk, 2005: 162). Kısa vadeli sermaye girişleri kamunun borç yükünü daha da artırmaktadır. Yurtdışından gelen dövizlerin kurda meydana getireceği yükselmeyi önlemek amacıyla uygulanan sterilizasyon politikasının kamunun tahvil ihracını artırdığı için bu şekilde bir müdahalenin bütçeye önemli bir yük getirdiği gözlenmiştir.

Kamuda iç borçların finansmanında gerekli kaynağın bulunması teminindeki güçlükler, kaynak ihtiyacının temini için dış piyasalara yönelmeyi gerektirmiş, bu fonun temini de düşük kur yüksek faiz sürecini hızlandırmıştır (Enç, 2001: 31).Yüksek borçluluk gelişmiş ülkelerde önemli bir sorun oluşturmaya da gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin derinleşmesine neden olmaktadır. Her ne kadar Maastricht ekonomik kriterlerine göre Kamu borçlarının GSMH'ya oranında optimum sınır %60 olarak kabul edilse bile, söz konusu ülkelerin borçlanma olanaklarının sınırlılığı bu oranın bile yüksek olduğu iddia edilebilir. Söz konusu ülkelerde kamu açıklarının ekonomideki dengeleri bozmaması için faiz dışı bütçe fazlası oluşturulması zorunluluk halini almaktadır. Bu durum kamu yatırımlarının azalmasına yol açmaktadır. (Yentürk, 2005: 133).

2.6. Yabancı Sermaye Hareketlerinin Dış Ticaret ve Ödemeler Bilançosu Üzerindeki Etkileri

Yabancı sermaye yatırımlarının hangi türü olursa olsun, ev sahibi ülkenin dış ticaretini etkilemektedir. İşgücü verimliliğine, ücret dengesine, ihracatta sağlanan teşviklere duyarlı olan doğrudan yabancı yatırımların, dış ticaret dengesi açısından ihracatı artırıcı özelliğinden dolayı, gittiği ülke ekonomisine katkısı olduğu söylenebilir.

Sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerde cari işlemler hesabının açık vermesi durumunda, net sermaye girişlerinin büyük bir bölümü cari açığın finansmanı için kullanılmaktadır. Yani, sermaye girişlerinin artması, cari açığın finansmanını kolaylaştıran bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Ancak günümüzde sermaye akımlarının hacminde meydana gelen artışlar, cari açığı aşan boyutlarda sermaye girişlerine neden olmaktadır.

Sermaye akımları ile finanse edilen cari açığın, hacmi kadar , hangi sermaye akımları tarafından finanse edildiği de büyük önem taşımaktadır. Sermaye hareketleri içerisinde, doğrudan yatırımlar dışındaki kalemler, doğası gereği borç yaratıcı özelliktedirler. Bu nedenle cari açığın, portföy

yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri yerine, borç yaratmayan sermaye kalemi olarak nitelendirilen doğrudan yatırımlar ile finanse edilmesinin daha az sorunlu olduğu genel kabul görmektedir.

Sermaye akımlarının, ekonominin dış ticaret dengesi üzerindeki etkisi döviz kuru aracılığıyla ortaya çıkmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin döviz kurları üzerindeki etkisinin neler olabileceği incelenirken, ülke içine yabancı sermaye girişlerinin, yerli paraların reel olarak değer kazanmasına neden olduğu vurgulanmıştır. Yerli paraların yabancı paralar karşısında değer kazanmasının en büyük etkisinin ise, ithalatın artması ve buna bağlı olarak net ihracatın azalması yönünde oluşacağı söylenebilir. Sermaye girişleri sonucunda ortaya çıkan, yurtiçi paraların reel olarak değer kazanmasına bağlı olarak, bir yandan ihraç malları fiyatları uluslararası fiyatlara göre yükselmekte, diğer taraftan ithal malları fiyatları ucuzlamakta ve bu ucuzlamaya bağlı olarak yurtiçi talebin bir bölümünün yabancı mallara kaymasına bağlı olarak dış ticaret açıkları yükselmektedir (Kar vd., 2004: 19).

Sermaye girişleri likiditeyi artırarak, yurtiçi nominal faiz oranlarını düşürmekte, bunun sonucunda da yurtiçi harcamaları ve dolayısıyla toplam talebi artırmaktadır. Toplam talepteki artışın dış ticarete konu olmayan mallara yönelmesi, dış ticarete konu olan mallara göre daha sınırlı bir arzı olan dış ticarete konu olmayan malların fiyatları üzerinde bir baskı oluşturarak bu malların görece fiyatını artırmaktadır. Dış ticarete konu olmayan malların görece fiyatları arttığı için harcamalar dış ticarete konu olan mallara yönelmektedir. Bu durum, dış ticarete konu olan mal ve hizmet fiyatlarının dış ticarete konu olmayan mal ve hizmet fiyatlarına oranı olarak tanımlanan reel döviz kurunun artmasına neden olmaktadır (Gürgün, 2003:24).

Sermaye akımlarının yaşandığı ülkelerde uygulanan döviz kuru sistemi ister dalgalı, ister sabit olsun, gittiği ülkenin parasını değerlendirir. Döviz kurundaki bu değer kaybı dış ticaret dengesini ülke aleyhine bozmakta, bu bozulma yüksek faiz düşük kur sisteminin çekiciliği artırmakta, sermaye hareketleri dış ticaret ve cari işlemler açığının finansmanında kullanılmaktadır.

Sermaye hareketlerinin uzun dönemde belirleyicisi olan cari işlemler dengesi o ülkenin tasarruf ve yatırım oranlarındaki dengeden etkilenmektedir. Dolayısıyla uluslararası sermayenin belirleyici unsuru ülkelerin tasarruf ve yatırım oranlarıdır. Tasarruf ile yatırımlar arasındaki dengesizlik faiz oranlarında değişmelere neden olmaktadır. (Uzunoğlu, Aklin ve Gürlesel, 1995: 50–73). Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının dış ticaret dengesi üzerinde olumlu etki yapabilmesi için, sermaye girişlerinin büyük ölçüde ihracata yönelik yatırımları finanse etmesi gerekmektedir. Sermaye girişlerinin ihracata konu olmayan yatırımlara yönelmesi durumunda ise ülkenin döviz yaratma kapasitesinde bir daralma ortaya

çıkacak, sermaye akımlarının dış ticaret dengesi üzerindeki etkisi olumsuz olacaktır (Özgen, 1998: 63).

2.7. Yabancı Sermaye Hareketlerinin Sermaye Piyasalarına Etkileri

Yabancı yatırımcılar bir ülkenin sermaye piyasasında yatırımcı tabanının genişlemesinin yanı sıra, sermaye akışının sağlanmasında önemli bir kaynaktır. Yabancı yatırımcıların varlığı bir ülkede sermaye piyasasına duyulan güvenin bir göstergesi olarak da algılanabilir.

Sermaye girişlerinin ülke ekonomisi üzerinde etkilerinden birisi finansal piyasalar üzerinde olmaktadır. Sermaye girişleri finansal piyasalarda yoğunlaşmaya neden olmaktadır. Şayet finans piyasaları yeterince derinleşmemiş ise, yüksek miktarda fon girişi ekonomide olumsuz etkiler yaratır. Ülkeye giren fonlar etkin kullanılmayıp, verimli yatırımlara yönlendirilmezse geri ödeme sürecinde iflaslar meydana gelir. Bu fonlar spekülatif nitelikte olduğu zaman finansal krizlere ortam yaratır. Ülkenin para ve sermaye piyasalarının işleyişi sermaye hareketlerinin ekonomiyi etkilemesinde iyi ya da kötü bir etkidir. Ülke iyi işleyen sermaye piyasasına sahip ise kaynakların daha iyi kullanılmasını sağlar. Sermaye piyasalarında beklentilerin önemli bir yeri vardır. Fiyatların yükseleceği bekleniyor ise döviz kuru yükselince sermaye girişi meydana gelir. Fiyatların düşeceği beklentisi var ise sermaye çıkışı meydana gelmektedir (Kaya, 1998: 40).

Özellikle gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları nedeniyle, gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek getiri imkânlarından yararlanmak isteyen yatırımcıların, dış piyasalarda dalgalanmanın olması halinde bu ülkelerden çıkmak için hisse senedi satışlarını artırarak, gelişmekte olan ülkelerdeki dalgalanmanın hızını artırmışlardır (BDDK, 2006: 25).

Gelişmekte olan ülkelere yönelen portföy yatırımları risk içermesine rağmen, bu piyasalar yatırımcılara önemli avantajlar sağlamaktadır. Her şeyden önce gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelere nazaran yüksek büyüme potansiyeline sahiptir. Bu büyüme yatırımcılar için önemli ölçüde kazanç sağlayabilir. Ayrıca bu tür piyasalarda yoğun rekabetin olmaması yatırımcılara önemli kar fırsatları sunmaktadır. Bu avantajlara rağmen bu piyasalarda derinlik sağlanamadığından fiyat hareketlerinde dalgalanma olmadan fon giriş ve çıkışları düşük seviyede seyretmektedir.

Menkul kıymetlere yönelik sermaye girişlerinin bir bölümü hisse senedi fiyatlarına ilişkin beklentilerden kar etmek amacıyla, bir bölümü de tahvil ve bonoların sağladığı yüksek faiz gelirinden yararlanmak amacıyla gelmektedir. Hisse senetlerine yönelik sermaye girişleri, hisse senetlerine olan talebi arttırarak, hisse senedi fiyatlarını ve buna bağlı olarak borsa endekslerini yükselterek, getirinin artmasına neden olmaktadır. Ayrıca yabancı yatırımcıların girişiyle birlikte işlem hacmi artmakta, bu da borsanın gelişmesine ve derinleşmesine katkıda bulunmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerdeki hisse senedi piyasalarında yaşanan dalgalanmaların benzeri gelişmeler tahvil piyasalarında da görülmektedir. Bu durum yüksek global likidite dönemlerinde sorun oluşturmazken, ucuz finansman dönemi bittikten sonra makro ekonomik kırılganlık sürecini hızlandırmıştır. Dikkat çeken diğer bir nokta da hisse senedi ve tahvil satışlarının aynı anda yapılması, gittiği ülkede yabancı paraya olan talebi artırmıştır. Bu da döviz piyasasında dalgalanmalara neden olmaktadır (BDDK, 2006: 25).

Kazgan'a göre, sermaye kaçışlarının krizi ortaya çıkarma etkisi önce mali piyasalarda ulusal paranın dış değerinin düşüşü, rezerv azalışıyla birlikte para arzının daralması ve faiz haddinin yükselmesi, borsadan paraların çekilip mali plasmanların döviz ve faize kayması; bunu izleyerek de borsanın çöküşüyle ortaya çıkar. Döviz spekülasyonunu durdurmak için devlet faiz haddini daha da yükseltici önlemler almaktadır. Mali piyasalardaki bu sarsıntılar, iç piyasada yarattığı daralışla birlikte, talep daralması yoluyla hemen reel üretim kesimlerini ve devleti etkisi altına almaktadır. Şirketler iç ve dış borç yükleri oranında faiz haddi ile döviz fiyatının yükselmesinden; borsa açıklıkları ölçüsünde de borsa çöküşünden; ayrıca iç piyasaya bağlılıkları ölçüsünde de bunun daralışından doğru orantılı olarak etkilenir, üretimi ve istihdamı daraltırlar. Bankalar dış borçlulukları (açık pozisyonları) oranında devalüasyondan; riski artan dış alacaklıların yükselttikleri faiz hadleri yanında şirketlere verdikleri kredileri geri alamamaktan; işsizlik artarken tüketim kredilerinin geri dönmemesi söz konusudur. İlk dönemde şirket ve banka çöküşleri, ikinci turda bunlarla bağlantılı olan diğer kuruluşlar etkilenirken üretim tekrar daralır ve işsizlik daha da artar; daralma kümülatif bir sürece döner; iç piyasada talep daralışı sürerken bunlara yenileri eklenir (Kazgan, 2004:3).

Türkiye'de kısa vadeli sermaye giriş ve çıkış işlem hacminin büyüklüğü karşısında ulusal mali piyasaların göstergeleri bağımsızlığını yitirmekte, kendine özgü gelişim imkânları ortadan kalkmaktadır. Örneğin Türkiye'de IMKB endekslerinin gelişim seyri incelendiğinde borsadaki dalgalanmalarla, spekülasyon kısa vadeli sermaye girişinin hacmi arasında yakın bir korelasyon olduğu görülür. IMKB'de gözlenen bu işlem artışı reel üretimden kaynaklanmayıp, doğrudan doğruya dış kaynaklı spekülasyon hareketlerine bağlı ve yapay büyüme süreci özelliklerini taşır (Yeldan, 2004: 139).

Sonuç ve Öneriler

Mali küreselleşme ile birlikte hızlanan sermaye hareketleri içinde, faiz-kur arbitrajına dayanarak yüksek reel getiri elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla yönelen, spekülasyon amaçlı, sermaye hareketlerinin payı giderek artmış, ülke ekonomileri üzerinde olumlu ve olumsuz etkileri yoğun olarak tartışılmaya başlanmıştır.

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde ard arda meydana gelen finansal krizlerin uluslararası sermaye hareketliliğindeki artışlarla eş zamanlı olarak gerçekleşmesi, krizlerle sermaye hareketleri arasındaki ilişkilerin ön plana çıkmasına ve yoğun olarak tartışılmasına neden olmuştur.

Yabancı sermaye yatırımları, getirisi az olan bir bölgeden getirisi daha yüksek olan bir bölgeye hareket ederken yatırımlara kaynak oluşturarak başta ekonomik büyüme olmak üzere, dış ticaret üzerine, faiz oranlarına, döviz kuruna, tüketim harcamalarına, sermaye piyasalarına, kamu açıklarına ve bankacılık sektörüne etkilerinden dolayı ekonomi literatüründe çok fazla tartışılan konuların başında gelmektedir. Gelinen noktada bu tartışmalar henüz bitmiş değildir. Bundan sonraki dönemlerde de yoğun bir biçimde tartışılacağı benzetilmektedir. Özellikle farklı yabancı sermaye yatırımlarının vade yapıları ve yöneldikleri alanlara göre genel ekonomik etkileri de farklı olmaktadır. Teknoloji ve bilgi birikimi ile birlikte gittiği ülkelerde uzun süreli kalarak büyüme performansını artırıp, istihdamın artmasına katkı sağlayan doğrudan yabancı yatırımların, ülke ekonomilerine sağladığı fayda genel kabul görmektedir. Yüksek faiz güdüsüyle likit kısa vadeli fonların ülkeye girişi ise ekonomide geçici bir iyileşmeye neden olmakta, tersine dönüşler Türkiye, Meksika, Güneydoğu Asya ve Rusya deneyimlerinde yaşandığı gibi makroekonomik dengeleri bozarak bir çok ülkeyi krize götürebilmektedir. Son yıllarda sermaye hareketleri ile ilgili ülke deneyimleri üzerinde yapılan bir çok çalışmadan elde edilen sonuçlar, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin, kısa vadeli ve spekülatif nitelikli bir görünüm arz ettiğini ortaya koymaktadır.

Bütün bu olumsuz etkilerine rağmen, sermaye hareketlerinin, Türkiye gibi dış finansmana ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkelere, ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için büyük ölçüde sağladığı döviz girişi nedeniyle vazgeçilmez bir kaynak olduğu da göz ardı edilemeyecek bir gerçektir.

Bu bağlamda, ekonomik büyümenin, yalnızca kısa vadeli finansman sağlayan sermaye hareketlerine bağımlı olmaktan çıkarılarak verimlilik artışlarından kaynaklanan reel üretimi artırmak ve ihracata dayalı bir yapıya kavuşturmak büyük önem taşımaktadır.

Kaynakça

- BALKAN, Erol., G. Biçer ve E. Yeldan (2002), Patterns of Financial Capital Flows And Accumulation In The Post-1990 Turkish Economy, http://academics.hamilton.edu/economics/home/Workpap/02_02.pdf, Erişim Tarihi: 10.10.2005.
- BAŞKAYA, Fikret (2005), Kalkınma İktisadının Yükselişi ve Düşüşü, 5.Baskı, Maki Basın Yayın, Ankara.
- BDDK(Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu) (2006), Finansal Piyasalar İstikrar Raporu, Mart- Haziran, Ankara.
- BORATAV, Korkut (2004), Yeni Dünya Düzeni Nereye, İmge Yayınları, Ankara.
- CORBO V. ve N. HERNANDEZ (1996), Macroeconomic Adjustment To Capital İnflows:Lessons From Recen Latin American and East Asien Experience, The Workd Bank Research Observer,No:1, Vol:11, February.
- ÇOLAK, Ö. F., H. N. ARDOR ve M. Tuncay (2001), Finansal Kriz ve Bankalar, Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl,7, Sayı,41, Ankara.
- DELİCE, Güven (2000), Uluslararası Sermaye Hareketlerine Tarihsel Bir Bakış, Banka, Maliye ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl:39, Sayı 9.
- DPT (Devlet Planlama Teşkilatı), (2000), Sekizinci Beş yıllık Kalkınma Planı, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara.
- DURHAM, J.Benson (2003), Foreign Portfolio Investment, Foreign Bank Lending and Economic Growth, International Finance Discussion Papers,No: 750, U.S.
- EĞİLMEZ, Mahfi ve Ercan Kumcu (2002), Ekonomi Politikası, Teori ve Türkiye Uygulaması, 3. Baskı, Om Yayınevi, İstanbul.
- EICHENGREEN Barry (2006), Sıcak Para İle Kalkınmak Mümkün mü?, Turkishtime, Ağustos, Sayı 52, İstanbul.
- GLICK, Reuven (1998), Capital Flows and Exchange Rates in the Pacific Basin, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter 1998 – 22, <http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/wklyltr98/el98-22.html>, (Erişim Tarihi: 11.00.2005).
- Gürgün, G. (2003), 1990'lı Yıllarda Sermaye Hareketleri ve Krizler, Uzmanlık Yeterlik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.
- İNANDIM, Şeyda (2005), Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği, <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/seydainandim.pdf>, (Erişim Tarihi: 02.02.2006).

KAR, M., M. A. KARA ve M. KAPLAN, (2004), "Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri", Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Yıl:1, Sayı:1, Kahramanmaraş.

KARLUK, Rıdvan (2001), Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı, Ekonomik İstikrar Büyüme ve Yabancı Sermaye TCMB Yayınları, Ankara.

KAYA, Y.T. (1998), Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi Türkiye Örneği, İstanbul.

KAZGAN, Gülten (2004), Türkiye'de Ekonomik Krizler 1929-2001 Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Karşılaştırmalı Bir İrdeleme, Bilgi Üniversitesi, İstanbul.

KAZGAN, Gülten (2005), Türkiye Ekonomisinde Krizler, 1929-2001, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 1.Baskı, İstanbul.

LOPEZ-MEJIA, Alejandro (1999), Large Capital Flows: Causes, Consequences, and Policy Responses, Finance and Development, Volume 36, Number 3.

LOUNGANI, Prakash ve Assaf Razin, (2001), How Beneficial Is Foreign Direct Investment for Developing Countries?, Finance and Development, Volume 38, Number 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/loungani.htm>, (Erişim Tarihi: 27. 01. 2009).

ÖZGEN, Ferhat Başkan (1998), "Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları", Dokuz Eylül Üniversitesi Yayını, İzmir.

SEYİDOĞLU Halil (2001), Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama,14.Baskı, İstanbul.

SPK(Sermaye Piyasası Kurulu) (2007), 'Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkisi', Araştırma Raporu, Ankara.

TCMB(Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası) (2006), Enflasyon Raporu,2006-IV, Ankara.

TODARO, Michael P. (1989), Economic Development in The Third World, 4.Ed.,Logman, London.

TÖRÜNER, Yaman (2002), Sıcak Para Kazanı Yeniden Isıtılıyor, Akşam, 15.01.2002, İstanbul.

YELDAN, Erinç (2004), Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, İletişim Yayınları, İstanbul.

YENTÜRK, Nurhan (2004), Finansal Sermaye Akımlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkileri, Körlerin Yürüyüşü, Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler.

WILLIAMSON, John ve M. MAHAR (2002), Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme, Çev., Güven Delice, Liberte Yayınları, İstanbul.